

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI**

VŨ XUÂN THỦY

**NGHIÊN CỨU CHÍNH SÁCH CHI TRẢ
CHO NHÀ QUẢN LÝ CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN
Ở VIỆT NAM**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Hà Nội, Năm 2019

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI**

VŨ XUÂN THỦY

**NGHIÊN CỨU CHÍNH SÁCH CHI TRẢ
CHO NHÀ QUẢN LÝ CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN
Ở VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Quản lý kinh tế

Mã số: 62.34.04.01

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Người hướng dẫn khoa học:

- 1. PGS, TS. NGUYỄN VĂN THANH**
- 2. PGS, TS. LÊ THỊ KIM NHUNG**

Hà Nội, Năm 2019

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan đây là kết quả của quá trình học tập, nghiên cứu khoa học của riêng tôi.

Các thông tin, dữ liệu, luận cứ được sử dụng trong luận án có trích dẫn nguồn gốc rõ ràng. Các kết quả nghiên cứu được trình bày trong luận án là do tôi tiến hành một cách trung thực và khách quan.

Hà Nội, tháng năm 2019

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	i
MỤC LỤC	ii
DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT	v
DANH MỤC BẢNG	vi
DANH MỤC BIỂU ĐỒ	vii
DANH MỤC SƠ ĐỒ HÌNH VẼ	viii
PHẦN MỞ ĐẦU	1
1. Tính cấp thiết của đề tài nghiên cứu	1
2. Mục tiêu nghiên cứu	3
3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu	4
4. Những đóng góp mới của luận án	5
5. Kết cấu luận án	6
CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	7
1.1. Tổng quan tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài luận án	7
1.1.1. Các nghiên cứu điển hình về mối liên hệ giữa chi phí đại diện với chính sách chi trả cho nhà quản lý của công ty cổ phần	7
1.1.2. Các nghiên cứu điển hình về mô hình chi trả cho nhà quản lý công ty cổ phần. 14	
1.1.3. Các nghiên cứu điển hình về các yếu tố tác động đến chính sách chi trả cho nhà quản lý công ty cổ phần	19
1.1.4. Những giá trị khoa học và thực tiễn luận án được kế thừa và khoảng trống nghiên cứu.....	25
1.2. Khung nghiên cứu của luận án	27
1.3. Phương pháp nghiên cứu của luận án	28
1.3.1. Phương pháp nghiên cứu định tính	29
1.3.2. Phương pháp nghiên cứu định lượng.....	31
KẾT LUẬN CHƯƠNG 1	34
CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ THỰC TIỄN VỀ CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CHO NHÀ QUẢN LÝ CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN	35
2.1. Lý luận chung về bộ máy quản lý và nhà quản lý của công ty cổ phần	35
2.1.1. Khái quát bộ máy quản lý của công ty cổ phần	35
2.1.2. Nhà quản lý công ty cổ phần	41
2.2. Chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần	47
2.2.1. Lý thuyết chi phí đại diện và vai trò của chính sách chi trả cho nhà quản lý trong việc giải quyết xung đột đại diện trong công ty cổ phần	47

2.2.2. Khái niệm và bản chất chính sách chi trả cho nhà quản lý.....	54
2.2.3. Các bộ phận cấu thành chính sách chi trả cho nhà quản lý của công ty cổ phần...	56
2.2.4. Các hình thức chi trả đối với nhà quản lý của công ty cổ phần	60
2.3. Các mô hình chính sách chi trả cho nhà quản lý của công ty cổ phần	63
2.3.1. Mô hình chính sách chi trả lương.....	63
2.3.2. Các mô hình chính sách chi trả khuyến khích.....	65
2.4. Các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của công ty cổ phần	72
2.4.1. Nhóm yếu tố thuộc về công ty cổ phần	72
2.4.2. Nhóm yếu tố thuộc về bản thân năng lực và hiệu quả làm việc của nhà quản lý	79
2.4.3. Nhóm yếu tố khác	82
2.5. Kinh nghiệm xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần ở một số nước trên Thế giới.....	83
2.5.1. Kinh nghiệm của các công ty cổ phần ở Australia	83
2.5.2. Kinh nghiệm của các công ty cổ phần ở Hoa Kỳ.....	86
2.5.3. Kinh nghiệm của các công ty cổ phần ở Trung Quốc	90
2.5.4. Bài học rút ra cho các công ty cổ phần ở Việt Nam:	91
KẾT LUẬN CHƯƠNG 2.....	93
CHƯƠNG 3: THỰC TRẠNG CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CHO NHÀ QUẢN LÝ CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN Ở VIỆT NAM.....	94
3.1. Tổng quan về các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.....	94
3.2. Thực trạng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam	96
3.2.1 Tổng quan về tình hình chi trả cho các nhà quản lý của các công ty cổ phần niêm yết Việt Nam.....	96
3.2.2. Thực trạng việc vận dụng các mô hình trong chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần niêm yết ở Việt Nam	99
3.2.3. Nghiên cứu tình huống chính sách chi trả cho nhà quản lý của công ty cổ phần FPT	104
3.3. Mô hình đánh giá tác động của các yếu tố đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần niêm yết ở Việt Nam	111
3.3.1. Giả thuyết và mô hình nghiên cứu	111
3.3.2. Kiểm định sự tác động của các yếu tố đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt nam.....	123
3.3.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu	130

3.4. Đánh giá chung về thực trạng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam.	135
3.4.1. Những kết quả đạt được.....	135
3.4.2. Những hạn chế và nguyên nhân	137
KẾT LUẬN CHƯƠNG 3	144
CHƯƠNG 4: CÁC ĐỀ XUẤT, KHUYẾN NGHỊ NHẪM HOÀN THIỆN CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CHO NHÀ QUẢN LÝ CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN Ở VIỆT NAM	145
4.1. Mục tiêu và nguyên tắc xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý tại các công ty cổ phần ở Việt Nam	145
4.1.1. Mục tiêu xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý.....	145
4.1.2. Nguyên tắc xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần	148
4.2. Đề xuất các nhóm giải pháp nhằm hoàn thiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần ở Việt nam	150
4.2.1. Ứng dụng các mô hình chi trả hiện đại trong xây dựng hệ thống chính sách chi trả cho nhà quản lý	150
4.2.2. Sử dụng linh hoạt các tiêu chí đo lường hiệu suất làm việc của nhà quản lý làm căn cứ xây dựng chính sách chi trả.....	153
4.2.3. Cơ cấu lại các thành phần trong chính sách chi trả cho nhà quản lý	155
4.2.4. Nâng cao vai trò của Ban kiểm soát và Kiểm toán nội bộ	155
4.2.5. Nâng cao tính độc lập của thành viên HĐQT trong việc kiểm soát chi trả cho nhà quản lý điều hành.....	156
4.2.6. Đối với các công ty cổ phần có vốn nhà nước chi phối, chính sách chi trả cho nhà quản lý cần được “cá thể hóa”.	157
4.3. Một số khuyến nghị	157
4.3.1. Khuyến nghị với Chính Phủ.....	157
4.3.2. Khuyến nghị với Ủy ban chứng khoán Nhà nước và Sở giao dịch	159
4.3.2. Khuyến nghị với các cổ đông, Hội đồng quản trị:	160
KẾT LUẬN CHƯƠNG 4	161
KẾT LUẬN	162
DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI CỦA LUẬN ÁN	164
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO	165
PHỤ LỤC	172

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT**TIẾNG VIỆT**

Từ viết tắt	Nghĩa tiếng Việt
BQ	Bình quân
CTCP	Công ty cổ phần
DN	Doanh nghiệp
DNNN	Doanh nghiệp Nhà nước
GDCK	Giao dịch chứng khoán
ĐHCD	Đại hội cổ đông
HKD	Hoạt động kinh doanh
HDQT	Hội đồng quản trị
HQKD	Hiệu quả kinh doanh
LN	Lợi nhuận
LNST	Lợi nhuận sau thuế
TTCK	Thị trường chứng khoán
TTGDCK	Trung tâm giao dịch chứng khoán
TP	Thành phố
UBCKNN	Ủy ban Chứng khoán Nhà nước
VCSH	Vốn chủ sở hữu

TIẾNG ANH

Từ viết tắt	Tiếng Anh	Nghĩa tiếng Việt
CEO	Chief Executive Officer	Tổng giám đốc (giám đốc) điều hành
HNX	Hanoi Stock Exchange	Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội
HOSE	Hồ Chí Minh Stock Exchange	Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh
ESOPs	Employee Stock Option Plans	Chính sách quyền chọn cổ phiếu
EVA	Economic Value Added	Giá trị kinh tế tăng thêm
KPI	Key Performance Indicator	Chỉ số đánh giá hiệu suất làm việc
ROA	Return on assets	Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản
ROE	Return on equity	Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu

DANH MỤC BẢNG

Bảng 1.1: Bảng tổng hợp các nghiên cứu tiêu biểu liên quan đến chính sách chi trả cho nhà quản lý.....	24
Bảng 2.1: So sánh sự khác nhau về hiệu suất tài chính và mức độ gắn kết của nhân viên giữa các công ty có chính sách chi trả vượt trội và công ty có chính sách chi trả mang tính chiến thuật.....	53
Bảng 2.2: Các chỉ tiêu cơ bản đánh giá hiệu suất làm việc của nhà quản lý.....	81
Bảng 2.3: Cơ cấu các bộ phận trong chính sách chi trả cho Ban điều hành của các công ty niêm yết trên ASX300 qua các thời kỳ.....	85
Bảng 2.4: Cơ cấu các bộ phận trong chính sách chi trả cho CEO của IBM giai đoạn 2009 - 2011.....	89
Bảng 3.1: Kết quả kiểm định Anova: Single Factor.....	99
Bảng 3.2: Tình hình thực hiện ESOP của các CTCP Việt Nam năm 2013.....	101
Bảng 3.3: Tình hình thực hiện ESOP của các CTCP Việt Nam năm 2016.....	103
Bảng 3.4: Khái quát kết quả hoạt động kinh doanh của FPT giai đoạn 2014 -2016... ..	105
Bảng 3.5: Chính sách phát hành cổ phiếu ESOP hàng năm theo tăng trưởng lợi nhuận của FPT giai đoạn 2013 – 2017.....	108
Bảng 3.6: Tình hình chi trả ESOP của FPT giai đoạn 2013 - 2017.....	109
Bảng 3.7: Cơ cấu các khoản chi trả đối với các nhà quản lý điều hành chủ chốt của FPT giai đoạn 2014 - 2016.....	109
Bảng 3.8: Mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu và các giả thuyết.....	122
Bảng 3.9: Kết quả thống kê mô tả biến phụ thuộc và các biến giải thích.....	124
Bảng 3.10: Ma trận tương quan giữa các biến số trong mô hình.....	127
Bảng 3.11: Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi và tự tương quan.....	128
Bảng 3.12: Kết quả kiểm điểm Hausman.....	128
Bảng 3.13: Kết quả hồi quy theo FEM và GMM.....	129
Bảng 3.14: Tóm lược kỳ vọng dấu và kết quả nghiên cứu.....	130
Bảng 4.1: Kế hoạch xác định tiền thưởng EVA hiện đại tại một công ty.....	152

DANH MỤC BIỂU ĐỒ

Biểu đồ 3.1: Số lượng các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam	94
Biểu đồ 3.2: Tỷ trọng các công ty cổ phần niêm yết theo ngành trên HNX.....	95
Biểu đồ 3.3: Tỷ trọng các khối lượng giao dịch niêm yết theo ngành trên HNX tính đến tháng 3/2018	96
Biểu đồ 3.4: tỷ trọng các công ty niêm yết trong mẫu nghiên cứu phân bổ theo ngành	97
Biểu đồ 3.5: Diễn biến tình hình chi trả cho các nhà quản lý của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010 – 2016	98
Biểu đồ 3.6: Phân bố tổng mức chi trả cho các nhà quản lý chủ chốt của các công ty cổ phần niêm yết Việt Nam giai đoạn 2011 - 2017	124

DANH MỤC SƠ ĐỒ HÌNH VẼ

Sơ đồ 1.1: Khung nghiên cứu của luận án	28
Sơ đồ 2.1: Cơ cấu tổ chức bộ máy quản lý của công ty cổ phần truyền thống	36
Sơ đồ 2.2: Cơ cấu tổ chức bộ máy quản lý của công ty cổ phần hiện đại	37
Sơ đồ 2.3: Cấu trúc tổ chức truyền thống của ban điều hành	39
Sơ đồ 2.4: Cấu trúc tổ chức ban điều hành với các giám đốc chức năng	40
Hình 2.1: Sự khó khăn trong việc giữ chân nhân sự quản lý chủ chốt trong các công ty	53
Hình 3.1: Mô hình nghiên cứu các yếu tố tác động đến chính sách chi trả cho nhà quản lý	120

PHẦN MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài nghiên cứu

Tục ngữ Việt Nam có câu “Một người biết lo bằng một kho người biết làm”, hàm ý của câu tục ngữ này muốn nói đến vai trò của người quản lý, lãnh đạo trong các tổ chức. Điều này cũng thể hiện hoàn toàn đúng về vai trò quan trọng của các nhà quản lý trong các doanh nghiệp nói chung đặc biệt là các công ty cổ phần (CTCP) nói riêng. Sự sống còn và phát triển của các CTCP do nhiều yếu tố quyết định, song yếu tố quản lý điều hành của nhà quản lý có thể khẳng định là một trong những yếu tố quan trọng hàng đầu. Vì nhà quản lý có vai trò đặc biệt quan trọng như vậy nên việc chi trả cho họ như thế nào cho hợp lý luôn là vấn đề thách thức của các công ty. Hiện nay, vấn đề chi phí đại diện đã trở thành một nội dung khá phổ biến và là một thách thức lớn trong hoạt động quản trị tài chính của các CTCP trên thế giới. Đối với các CTCP có cơ cấu cổ đông đa dạng, bên cạnh việc tìm kiếm các biện pháp khuyến khích mạnh nhằm thu hút và giữ chân những nhân sự chủ chốt, việc tránh được sự không nhất trí về lợi ích giữa các nhà quản lý điều hành và các cổ đông/Hội đồng quản trị cũng trở nên càng ngày phức tạp. Sự phức tạp này xuất phát từ hai khía cạnh:

(i) Thứ nhất, một chính sách chi trả, đãi ngộ cho nhà quản lý không tốt sẽ tạo ra một sự khuyến khích nhằm tối đa hóa thu nhập hiện hành mà không quan tâm đến thu nhập trong tương lai. Khi đó sẽ không có sự gắn kết giữa mức chi trả cho nhà quản lý điều hành với sự thành công trong tương lai của doanh nghiệp. Thậm chí, giá trị của các cổ đông trong tương lai có thể bị hy sinh bằng cách tạo ra những kết quả cao trong ngắn hạn. Khi mâu thuẫn này được giải quyết công ty sẽ tạo ra thêm giá trị. Vì lẽ đó, cổ đông có thể gắn kết thu nhập ban điều hành với thu nhập của cổ đông với lập luận rằng, khi thu nhập ban điều hành phụ thuộc vào giá trị công ty, các thành viên ban điều hành sẽ có động cơ và cố gắng làm việc để gia tăng lợi ích cổ đông (Kubo, 2001).

(ii) Thứ hai, ở khía cạnh khác, ngay cả khi chính sách chi trả đó tạo được sự gắn kết giữa thu nhập của nhà quản lý điều hành với sự thành công của công ty cổ phần, thì vẫn có một mặt trái nguy hiểm. Đó là nhà quản lý sẽ được nhiều khi doanh nghiệp thành công nhưng không phải mất gì khi doanh nghiệp gặp phải rủi ro thất bại. Khi đó, họ sẽ có động cơ phiêu lưu trong kinh doanh để kỳ vọng công ty thành công lớn. Điều này dễ đẩy doanh nghiệp vào chỗ chạy theo các kế hoạch kinh doanh rủi ro hơn nhưng lợi nhuận sẽ cao hơn.

Chính sách chi trả có vai trò quan trọng đối với việc giữ vững sự ổn định đội ngũ nhân sự của công ty, đặc biệt là đội ngũ nhân sự quản lý chủ chốt nhằm hướng tới một chiến lược phát triển bền vững cho doanh nghiệp. Một chính sách chi trả hấp dẫn sẽ giúp các công ty không chỉ lôi kéo mà còn giữ chân được những nhân sự quản lý chủ chốt có tài năng để phục vụ cho sự phát triển của công ty. Đồng thời, chính sách chi trả thỏa đáng sẽ kích thích sự nhiệt tình, nỗ lực của nhà quản lý. Ngược lại, với chính sách chi trả không hấp dẫn, các công ty sẽ khó lòng thu hút cũng như giữ chân được những nhà quản lý tài ba đáp ứng cho hoạt động của mình, hoặc nếu có thu hút được cũng khó giúp họ nỗ lực để đưa ra các quyết sách làm gia tăng giá trị cho công ty trong dài hạn. Đặc biệt, trong nền kinh tế thị trường cạnh tranh khốc liệt, các công ty không chỉ cạnh tranh trong kinh doanh mà còn phải cạnh tranh với nhau trong việc thu hút nhân sự quản lý. Việc xây dựng/ban hành chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP là hoạt động mang tính động và chịu tác động của nhiều nhân tố bên trong và bên ngoài công ty. Xu hướng chi trả cho nhà quản lý của các công ty vì thế có thể cần phải điều chỉnh theo thời gian do sự thay đổi của tình hình kinh tế vĩ mô và nền tảng nội tại của công ty.

Thực tiễn ở Việt Nam hiện nay cũng cho thấy, khi nền kinh tế thị trường càng trở nên cạnh tranh khốc liệt và phát triển theo hướng chuyên nghiệp thì tầm quan trọng của vấn đề này cũng ngày càng gia tăng. Một số lượng lớn các CTCP còn lúng túng khi xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý (bao gồm việc xác định mức độ cũng như hình thức và phương thức chi trả), dẫn đến những hệ lụy mang tính tiêu cực trong công tác điều hành quản lý doanh nghiệp. Trong thời gian qua, chúng ta đã chứng kiến, bên cạnh một số CTCP ở Việt Nam đã chi trả mức thu nhập “trên trời” cho các nhà quản lý (đặc biệt là các thành viên quản lý chủ chốt như giám đốc/tổng giám đốc) mà không phản ánh đúng những giá trị thực tế do họ mang lại. Ngược lại, một số công ty khác trong đó có các CTCP có vốn Nhà nước chi phối lại chưa dám bút phá trong việc trả lương thưởng cao cho nhà quản lý công ty. Điều này dẫn đến tình trạng một số nhà quản lý sẽ tìm mọi cách khai thác tối đa lợi ích trong ngắn hạn mà không tạo ra sự gắn bó lâu dài giữa nhà các nhà quản lý với công ty.

Ở Việt Nam hiện nay có không ít những nhà quản lý tài giỏi được đào tạo bài bản, nhưng chế độ đãi ngộ nói chung và chính sách chi trả nói riêng của các CTCP đối với họ chưa thực sự làm họ gắn kết lâu dài với công ty. Bởi các chính sách chi trả đó chưa phản ánh một cách minh bạch và phù hợp với những giá trị mà họ tạo ra cho doanh nghiệp. Các chính sách chi trả hiện thời không góp phần vào việc giúp họ

- những nhà quản lý cấp cao ra những quyết định khó khăn nhằm gia tăng giá trị doanh nghiệp trong dài hạn mà thay vào đó là những quyết định an toàn và chỉ mang lại giá trị trong ngắn hạn – cái mà các cổ đông có thể thấy ngay trước mắt. Trong khi đó, nghiên cứu về chính sách chi trả đối với nhà quản lý chủ chốt của CTCP ở Việt Nam còn rất hạn chế và chưa được quan tâm đầy đủ, đúng mực.

Trước xu thế hội nhập kinh tế mạnh mẽ hiện nay, các CTCP trên thế giới nói chung và ở các nước châu Á nói riêng cũng đang phải thiết kế lại hệ thống các chính sách chi trả cho nhà quản lý một cách phù hợp hơn với những tình hình biến động mới của nền kinh tế. Từ đó, gợi mở sự cần thiết cũng cần phải xem xét lại hệ thống chính sách chi trả cho nhà quản lý tại các CTCP ở Việt Nam nhằm thực sự khuyến khích họ nỗ lực vì sự phát triển bền vững của doanh nghiệp, giảm bớt những hiện tượng tiêu cực trong quản lý và đáp ứng được nhu cầu về thuê quản lý điều hành của các CTCP ở nước ta hiện nay.

Như vậy, về mặt lý thuyết cũng như thực tiễn rất cần có những chuyên sâu nhằm tổng kết, đánh giá một cách toàn diện, khoa học chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam trên cơ sở nghiên cứu lý thuyết người đại diện trong CTCP. Xuất phát từ những lý do trên, nghiên cứu sinh đã lựa chọn đề tài **“Nghiên cứu chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần ở Việt Nam”** để nghiên cứu cho luận án tiến sĩ.

2. Mục tiêu nghiên cứu

*** Mục tiêu tổng quát:**

Trên cơ sở nghiên cứu lý thuyết các mô hình chính sách chi trả cho nhà quản lý trong các CTCP và khảo sát thực trạng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết tại Việt Nam, luận án đề xuất mô hình và các giải pháp nhằm hoàn thiện chính sách chi trả cho nhà quản lý trong các CTCP ở Việt Nam.

*** Mục tiêu cụ thể:**

(1) Hệ thống hóa được các vấn đề lý luận về chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP và các mô hình chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP đồng thời xác định các yếu tố chủ yếu ảnh hưởng đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP.

(2) Khảo sát thực trạng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP và việc vận dụng các mô hình trong xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết ở Việt Nam. Kiểm định chiều hướng sử dụng và mức độ tác động của các yếu tố đến chính sách chi trả cho nhà quản lý tại các CTCP niêm yết

trên TTCK Việt Nam.

(3) Đề xuất mô hình và các giải pháp nhằm hoàn thiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP Việt Nam, đồng thời đưa ra một số khuyến nghị đối với Chính Phủ, Ủy ban chứng khoán Nhà nước và Sở giao dịch chứng khoán trong việc xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu:

Đối tượng nghiên cứu của luận án tập trung vào những vấn đề lý luận và thực tiễn về chính sách chi trả cho nhà quản lý chủ chốt (những thành viên trong ban điều hành) trong các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Phạm vi nghiên cứu:

Giới hạn về nội dung nghiên cứu: Luận án tập trung nghiên cứu các chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam. Tiếp cận trên quan điểm của HĐQT khi thực thi chính sách chi trả cho nhà quản lý chủ chốt tham gia điều hành. (Nhà quản lý chủ chốt tham gia điều hành bao gồm: Giám đốc/Tổng giám đốc và các cá nhân giữ chức danh quản lý khác trong ban điều hành có thẩm quyền nhân danh công ty ký kết giao dịch của công ty theo quy định pháp luật và tại Điều lệ công ty).

Nghiên cứu tình huống chính sách chi trả cho nhà quản lý chủ chốt của CTCP FPT.

Nghiên cứu định lượng về các yếu tố tác động đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Giới hạn về thời gian nghiên cứu: Đối với thời gian của dữ liệu khảo sát, Luận án nghiên cứu chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam trong 8 năm, từ năm 2010 đến năm 2017. Đối với thời gian ứng dụng giải pháp đề xuất nhằm hoàn thiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam đến năm 2025.

Giới hạn về không gian nghiên cứu: CTCP niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam đều là các công ty có quy mô vốn lớn, có nghĩa vụ tuân thủ Quy chế quản trị công ty, minh bạch các chính sách chi trả và thu nhập cho các nhà quản lý theo mẫu riêng cho các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Mẫu nghiên cứu là 269 CTCP niêm yết tại Sở GDCK Thành phố Hồ Chí Minh và Sở GDCK Hà Nội và nghiên cứu tình huống chính sách chi trả cho nhà quản lý chủ chốt của CTCP FPT.

4. Những đóng góp mới của luận án

**** Những đóng góp mới về học thuật và lý luận***

- Luận án đã tổng hợp và phân tích các lý thuyết về đại diện để làm rõ hơn xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và chủ sở hữu, từ đó làm nổi bật sự cần thiết phải hoàn thiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP.

- Luận án đã hệ thống hóa và xác lập khung lý thuyết về chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP như: (i) Vai trò, bản chất của chính sách chi trả cho nhà quản lý; (ii) Các bộ phận cấu thành hệ thống chính sách chi trả cho nhà quản lý; (iii) Các mô hình chính sách chi trả nhà quản lý của CTCP; (iv) Các yếu tố chủ yếu tác động đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của CTCP.

- Luận án đã đúc rút được 04 bài học trong xây dựng và thực hiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam từ kinh nghiệm của các CTCP ở một số quốc gia trên thế giới.

**** Những kết luận mới về đánh giá thực tiễn:***

Luận án đã phân tích khảo sát chi tiết thực trạng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2017. Đồng thời, Luận án đã xây dựng, kiểm định và điều chỉnh mô hình nghiên cứu về các yếu tố chủ yếu tác động đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011 – 2017. Kết hợp với nghiên cứu tình huống thực hiện chính sách chi trả cho nhà quản lý chủ chốt trong ban điều hành của CTCP FPT và thực hiện phỏng vấn sâu chuyên gia về chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam. Từ đó, đưa ra được những kết luận đánh giá xác đáng về: (i) Sự tác động của các yếu tố đầu vào đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn 2011 – 2017; (ii) Đánh giá về những thành công, những hạn chế và nguyên nhân tạo cơ sở thực tiễn quan trọng để đề xuất giải pháp hoàn thiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP Việt Nam.

**** Những đóng góp mới về giải pháp và kiến nghị***

Trên cơ sở xác định rõ 4 mục tiêu và 4 nguyên tắc khi xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý của CTCP, luận án đã đề xuất một số nhóm giải pháp chủ yếu nhằm hoàn thiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam

đến năm 2025, bao gồm: (i) Luận án đã đề xuất việc áp dụng các mô hình chi trả tiên tiến trên thế giới cho các CTCP ở Việt Nam trong việc xây dựng hệ thống chính sách chi trả cho nhà quản lý như mô hình chi trả dựa trên giá trị kinh tế gia tăng - EVA và mô hình chi trả ESOP dựa trên việc gia tăng giá trị doanh nghiệp; (ii) Sử dụng linh hoạt các tiêu chí ngắn hạn và dài hạn đo lường hiệu suất làm việc của nhà quản lý làm căn cứ xây dựng chính sách chi trả; (iii) Nâng cao tính độc lập của thành viên HĐQT trong việc kiểm soát chi trả cho nhà quản lý điều hành; và (iv) Nâng cao vai trò của Ban kiểm soát và Kiểm toán nội bộ.

5. Kết cấu luận án

Ngoài phần mở đầu, kết luận, phụ lục, hình vẽ và bảng biểu minh họa, luận án được kết cấu gồm 4 chương:

Chương 1: Tổng quan tình hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

Chương 2: Cơ sở lý luận và thực tiễn về chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần

Chương 3: Thực trạng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần ở Việt Nam.

Chương 4: Các đề xuất, khuyến nghị nhằm hoàn thiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần ở Việt Nam.

CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

1.1. Tổng quan tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài luận án

1.1.1. Các nghiên cứu điển hình về mối liên hệ giữa chi phí đại diện với chính sách chi trả cho nhà quản lý của công ty cổ phần

Vấn đề chi phí đại diện mặc dù đã được đề cập từ khá sớm trong nhiều tài liệu khác nhau, tuy nhiên đây vẫn là một nội dung đang được bàn luận phổ biến và là thách thức lớn đối với hoạt động của các công ty cổ phần (CTCP) trên thế giới nói chung và ở Việt Nam nói riêng. Đối với các CTCP với cơ cấu sở hữu đa dạng, bên cạnh việc phải tìm kiếm các biện pháp khuyến khích mạnh đối với các nhân sự quản lý chủ chốt thì việc hạn chế mâu thuẫn về lợi ích giữa các nhà quản lý và các cổ đông cũng là vấn đề phức tạp. Một chính sách chi trả đãi ngộ đối với nhà quản lý không tốt sẽ tạo ra một sự khuyến khích nhằm tối đa hóa thu nhập hiện hành mà không quan tâm đến thu nhập trong tương lai. Thậm chí, giá trị cho các cổ đông của công ty trong tương lai có thể bị hy sinh bằng cách tạo ra những kết quả cao trong ngắn hạn. Theo Jensen và Meckling (1976), Fama và Jensen (1983), vấn đề người đại diện có thể tồn tại giữa người sở hữu (các cổ đông) với người đại diện (HĐQT và Ban điều hành), thậm chí ngay cả giữa HĐQT với Ban điều hành, được biểu hiện rõ nhất khi tính độc lập và chức năng giám sát của HĐQT không hiệu quả. Giải pháp để hạn chế vấn đề người đại diện giữa các cổ đông với ban điều hành, đó là một mặt phải gia tăng chức năng giám sát của HĐQT, mặt khác phải hoàn thiện cấu trúc gói thù lao cho ban điều hành để tổng hòa được lợi ích của cả hai bên. Thật vậy, người quản lý có thể ảnh hưởng đến các quyết định của hội đồng quản trị, kể cả những quyết định liên quan đến chính sách chi trả. Trong nghiên cứu *“Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure - Lý thuyết công ty: Hành vi quản lý, chi phí đại diện và cấu trúc sở hữu”*, Jensen và Meckling (1976) đã tập trung vào phân tích mối quan hệ giữa chi phí đại diện với vốn chủ, nợ vay; đòn bẩy tài chính và cơ cấu vốn. Đặc biệt, hai ông đã đưa ra bốn nhận định cơ bản sau: Chi phí đại diện gắn với cấu trúc vốn hiệu quả; Chi phí đại diện là quan hệ cơ bản chủ sở hữu và ban điều hành; Chi phí đại diện góp phần tối ưu vốn chủ; Chi phí đại diện tối ưu nợ và gia tăng cơ hội đầu tư.” Từ đó, hai tác giả đi đến kết luận rằng ở các công ty cổ phần luôn luôn tồn tại chi phí đại diện như là một vấn đề của sự tách biệt giữa quyền kiểm soát/điều hành (của nhà quản lý) và quyền sở hữu (của cổ đông). Giải pháp để hạn chế vấn đề đại diện giữa cổ đông với nhà quản lý (ban điều hành) là gia tăng chức năng giám sát

của HĐQT đối với ban điều hành và cấu trúc chính sách chi trả cho nhà quản lý chủ chốt để tổng hòa lợi ích giữa các bên.

Dựa trên nghiên cứu của Jensen và Meckling (1976), nhiều tác giả đã xác định và sử dụng các thước đo khác nhau cho chi phí đại diện. Trong nhiều nghiên cứu tiếp cận về vấn đề chi phí đại diện, có thể kể đến một số nghiên cứu tiêu biểu bàn về mối liên hệ giữa chi phí đại diện với vấn đề chi trả cho nhà quản lý của CTCP, bao gồm:

* Hai nghiên cứu của nhóm tác giả Zajac và Westphal (1994) và Su, Xu và Phan (2008) đã sử dụng chi trả thù lao ban điều hành (Board Compensation) làm thước đo trung gian biểu hiện cho biến chi phí đại diện trong mô hình nghiên cứu tại các công ty niêm yết ở Hoa Kỳ và Trung Quốc. Theo đó, các nhóm tác giả khẳng định có sự đồng thuận ngày càng nhiều giữa các nghiên cứu rằng các công ty có thể tăng cường kiểm soát đối với nhà quản lý cấp cao bằng cách sử dụng một chính sách chi trả khuyến khích cao cho nhà quản lý, đồng thời kết hợp với sự giám sát chặt chẽ của Hội đồng quản trị.

* Nghiên cứu của Core, Holthausen, Larcker (1999) cũng đã chỉ ra rằng một chính sách chi trả không hợp lý có thể buộc các nhà quản lý sử dụng tài sản của chủ sở hữu vì lợi ích riêng của họ. Một cơ chế sửa đổi chính sách chi trả định kỳ và một hệ thống các ưu đãi thích hợp có thể thúc đẩy các nhà quản lý làm việc chăm chỉ hơn để có hiệu suất tốt hơn của công ty, cắt giảm chi phí đại diện và theo đó các chủ sở hữu có thể tối đa hóa sự giàu có của họ.

* Juie Ann Elston và Lawrence G. Goldberg (2001), với nghiên cứu về mối quan hệ giữa chi trả ban điều hành và Chi phí đại diện ở các công ty ở Đức ("*Executive Compensation and Agency Costs in Germany*"). Bằng việc sử dụng nguồn dữ liệu nghiên cứu từ các công ty niêm yết ở Đức, các tác giả đã chỉ ra rằng tương tự như các công ty ở Hoa Kỳ, các công ty ở Đức cũng tồn tại vấn đề đại diện gây ra bởi sự tách biệt quyền sở hữu khỏi quyền kiểm soát, với sự phân tán quyền sở hữu dẫn đến mức chi trả cao hơn cho ban điều hành.

* Trong nghiên cứu "*How Well Does Agency Theory Explain Executive Compensation?*" (tạm dịch là Lý thuyết đại diện giải thích thế nào về vấn đề chi trả ban điều hành?), George-Levi Gayle và cộng sự (2018) đã kết luận rằng chính sách chi trả cho ban điều hành của các công ty cổ phần được khảo sát trong các nghiên cứu tiền nhiệm nhìn chung phù hợp với lý thuyết sở hữu-đại diện. Tuy nhiên, tùy thuộc vào từng tình huống cụ thể, các biến được sử dụng phải được mô hình hóa, đồng thời được xác định một cách rõ ràng và ước tính cẩn thận. Thông qua việc khảo

sát các đặc trưng khác nhau giữa các mô hình sở hữu-đại diện được tóm tắt trong nghiên cứu này, nhóm tác giả đã đi đến tổng kết 2 nội dung chính: Một là, hơn 80% tổng mức chi trả cho ban điều hành ở các CTCP trong mẫu nghiên cứu là từ phí bảo hiểm rủi ro được chi trả nhằm giải quyết vấn đề đại diện (Gayle và Miller, 2009 hay Gayle, Golan và Miller, 2015); Hai là, quy mô phí bảo hiểm rủi ro hầu hết được lý giải bởi quy mô công ty.

* Lucian Arye Bebchuk & Jesse M.Fried (2003) đã tập trung vào phân tích vai trò của chính sách chi trả ban điều hành như một biện pháp quan trọng trong việc xử lý các vấn đề đại diện (Agency Problem) ở các công ty niêm yết mà không có sự kiểm soát của cổ đông. Cụ thể, các tác giả đi sâu vào phân tích/so sánh hai phương pháp tiếp cận chủ đạo trong việc xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý mà nhiều kinh tế học tài chính đã trình bày trong các nghiên cứu trước đó bao gồm phương pháp tiếp cận hợp đồng tối ưu ("*Optimal Contracting*") và phương pháp tiếp cận quyền lực quản lý ("*managerial power*"). Từ đó, hai tác giả nhấn mạnh việc cần phải thiết kế chính sách chi trả cho nhà quản lý một cách hợp lý hơn và phù hợp hơn để có thể tạo động lực cho họ tối đa hóa giá trị cho các cổ đông.

Trong nghiên cứu này, hai tác giả đã trình bày những luận cứ lý luận và thực tiễn nhằm làm rõ hai phương pháp tiếp cận chủ đạo trong việc thiết kế cơ chế chi trả ban điều hành ở các tập đoàn kinh tế Hoa Kỳ bao gồm phương pháp tiếp cận hợp đồng tối ưu và phương pháp tiếp cận quyền lực quản lý. Cụ thể, hai tác giả đã chỉ rõ những hạn chế của phương pháp tiếp cận hợp đồng tối ưu trong việc thiết kế cơ chế chi trả ban điều hành của các công ty ở Hoa Kỳ những năm 1990 như: các công ty trao cho ban điều hành quá nhiều đặc quyền, không đánh giá một cách chính xác giá trị đóng góp của các giám đốc điều hành vào công ty, chưa có sự gắn kết chặt chẽ giữa mức chi trả với các kết quả hoạt động của công ty... Chính điều đó lý giải sự tăng lên đáng kể các khoản chi trả cho các nhà quản lý của các công ty cổ phần ở Hoa Kỳ những năm 1990, thậm chí có nhiều công ty có kết quả hoạt động nghèo nàn.

Đồng thời, hai tác giả còn có những phát hiện đối với những công ty áp dụng việc xây dựng cơ chế chi trả điều hành dựa trên tiếp cận quyền lực quản lý; Đó là: (i) Trong suốt giai đoạn những năm 1990, gần như quyền lực của các CEO đã bị hạn chế và có sự kiểm soát, do đó việc chi trả tăng lên không phải nguyên nhân do quyền lực quản lý mà là do những những yếu tố khác; (ii) cơ chế chi trả thì có mối tương quan với kết quả hoạt động (performance), vốn hóa thị trường (market capitalization) – giá cổ phiếu. Bằng việc quan sát hoạt động của các công ty cổ

phần ở Hoa Kỳ và phân tích các nghiên cứu trước đó, hai tác giả đi đến minh họa giá trị tiềm năng của phương pháp tiếp cận quyền lực quản lý bằng cách đưa ra 4 vấn đề để thảo luận và phân tích; bao gồm: (i) Mối quan hệ giữa quyền lực và mức chi trả; (ii) Việc sử dụng các tư vấn chính sách chi trả; (iii) Các khoản chi trả vô hình; (iv) Các khoản chi trả bồi thường hợp đồng để thu hút các nhà quản lý từ các công ty khác. Từ những phân tích đó, hai tác giả cũng đưa ra một số gợi ý về việc xây dựng cấu trúc chính sách chi trả tối ưu với 3 nội dung chính: Chính sách chi trả không nằm ngoài kết quả kinh doanh (Pay without performance), Kế hoạch quyền chọn phải loại trừ được sự may rủi (Option Plans that Fail to Filter Out “Windfalls”), thay đổi phương thức Quyền chọn từ Out-of-the-money sang At-the-money.

Các phương pháp nghiên cứu chủ yếu của công trình này bao gồm phân tích kịch bản tác động của từng phương pháp tiếp cận đến chính sách chi trả cho các nhà quản lý điều hành dựa trên các mô hình kinh tế học. Đồng thời, dựa trên việc phân tích các nguồn dữ liệu thứ cấp, hai tác giả đã vận dụng những phương pháp tổng hợp thống kê để xem xét diễn biến hoạt động bồi thường điều hành của các công ty cổ phần ở Hoa Kỳ.

Kết luận chính của công trình này là tập trung vào lý giải mối quan hệ giữa chính sách chi trả ban điều hành và vấn đề đại diện trong CTCP. Cụ thể, ở các công ty mà có sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý, quyền lực của nhà quản lý có ảnh hưởng đáng kể đến việc thiết kế chính sách chi trả cho họ. Mức độ ảnh hưởng của nhà quản lý có thể làm thay đổi cơ chế chính sách chi trả trong các hợp đồng tối ưu.

* Hà Thị Thu Hằng (2007) đã tập trung vào phân tích các vấn đề liên quan đến “*chi phí đại diện*” trong các CTCP ở Việt Nam. Cụ thể, tác giả cho rằng “*khi lợi ích của người chủ và người đại diện – người được thuê điều hành công ty – không giống nhau, điều này hầu như là luôn luôn tồn tại, thì các công ty sẽ phải gánh chịu các chi phí khác ngoài các chi phí sản xuất kinh doanh thông thường*” như: Chi phí giám sát hành vi của người đại diện; Chi phí cho việc đưa ra các ràng buộc cho hành động của người đại diện, việc ban thưởng cho họ (bao gồm quyền chọn cổ phần, tiền thưởng và những hình thức khuyến khích khác); Những thiệt hại trong lợi nhuận do các nguyên tắc và hạn chế trong khâu điều hành và cả khâu quản lý của cổ đông. Ngoài ra còn có chi phí ký kết hợp đồng với người đại diện, chi phí cho những quyết định không tối ưu của họ.

Trong công trình nghiên cứu này, các luận cứ lý luận và thực tiễn đã được tác giả đưa ra để làm rõ một số nội dung như: Bản chất, nguyên nhân phát sinh chi phí

đại diện, các tác động của chi phí đại diện đối với hoạt động quản trị doanh nghiệp; Thực tế vấn đề chi phí đại diện ở các DN của một số Quốc Gia trong khu vực và bài học kinh nghiệm đối với Việt Nam; Thực trạng về người đại diện và chi phí đại diện ở Việt Nam cũng như các biện pháp kiểm soát và gia tăng hiệu quả quản lý chi phí đại diện ở Việt Nam.

Phương pháp nghiên cứu được sử dụng trong công trình này chủ yếu là những phương pháp mang tính chất định tính, phương pháp nghiên cứu tài liệu, phương pháp tổng hợp, phương pháp phân tích để nêu lên mối liên hệ giữa chi phí đại diện với quyết định đầu tư, quản trị tài chính doanh nghiệp, quản trị rủi ro tài chính, cấu trúc vốn và cấu trúc sở hữu trong công ty cổ phần.

Các kết luận chính của công trình nghiên cứu này bao gồm: (i) Nhận thức về vấn đề chi phí đại diện ở các CTCP Việt Nam chưa cao do đó dẫn đến tình trạng lạm dụng quyền lực quản lý của ban điều hành; (ii) Vai trò của người đại diện đối với việc điều hành CTCP chưa được chú trọng; (iii) Các thành viên quản lý ban điều hành có những lợi ích không đồng nhất với các chủ sở hữu của công ty; (iv) Để giải quyết những mâu thuẫn lợi ích tiến tới mức lợi nhuận cao nhất cho các cổ đông, các ông chủ phải chấp nhận chi phí đại diện gồm: chi phí giám sát, chi phí ràng buộc cùng các mất mát phụ trội.

* Nguyễn Ngọc Thanh (2010) tập trung phân tích vấn đề chủ sở hữu và người đại diện ("*Principal agency problem*") trong các DNNN ở Việt Nam như là một vấn đề quan trọng liên quan đến một số khó khăn nảy sinh do tách biệt quyền sở hữu và quyền điều hành. Từ đó, tác giả cũng đưa một số gợi ý chính sách nhằm hạn chế những khó khăn này, bao gồm: (i) Đẩy mạnh công tác cổ phần hóa DNNN; (ii) Tinh giản đầu mối làm đại diện chủ sở hữu; (iii) Tăng cường giám sát đại diện chủ sở hữu cũng như giám đốc; (iv) Cơ chế đãi ngộ của người đại diện và của cả HĐQT thỏa đáng gắn với cơ chế thị trường.

Trong công trình nghiên cứu này, tác giả đã phân tích những luận cứ lý luận và thực tiễn về khái niệm, mối quan hệ giữa chủ sở hữu và người đại diện trong các doanh nghiệp nói chung và đặc biệt trong các DNNN ở Việt Nam nói riêng. Bằng việc phân tích các luận cứ thực tiễn về mối quan hệ giữa chủ sở hữu và người đại diện trong các DNNN Việt Nam, tác giả Ngọc Thanh đã khái quát một số bất cập trong mô hình đại diện chủ sở hữu này, bao gồm: (i) Có quá nhiều đại diện chủ sở hữu nên quyền bị phân tán, không tập trung, không rõ ràng; (ii) Cơ quan đại diện chủ sở hữu là các Bộ, UBND các tỉnh nên thực hiện quyền chủ sở hữu chủ yếu là hành chính, thiếu tính chuyên nghiệp về kinh tế và kinh doanh; (iii) Thiếu hệ thống giám

sát, đánh giá đối với đại diện chủ sở hữu, dẫn đến có nguy cơ lạm dụng quyền lực thu lợi riêng có ở tất cả các cấp và chức danh quản lý. Đặc biệt, trong nghiên cứu này, tác giả đã đưa ra hệ thống luận cứ lý luận và thực tiễn về chế độ đãi ngộ người đại diện (nhà quản lý) trong các DNNN còn rất khiêm tốn, vẫn theo các chức danh quản lý hành chính đơn thuần, chưa xứng đáng với công lao và đặc thù kinh doanh của họ. Từ đó, tác giả đi đến khẳng định hệ thống đãi ngộ lương, thưởng chưa được xác định một cách khoa học, minh bạch xứng đáng với công lao, tài năng của người quản lý, gắn với hiệu quả sản xuất – kinh doanh.

Phương pháp nghiên cứu được sử dụng trong công trình này là phân tích lịch sử học, nghiên cứu tình huống, phối hợp với các phân tích định tính kinh nghiệm, phương pháp nghiên cứu tài liệu được sử dụng trong việc phân tích hệ thống các văn bản pháp quy về mối quan hệ giữa chủ sở hữu và người đại diện, kết hợp với phương pháp phân tích thống kê dữ liệu thứ cấp về cơ chế đãi ngộ đối với người đại diện (GD) của các DNNN ở Việt Nam.

Các kết luận chính của công trình này bao gồm: (i) Trong các DN nói chung và đặc biệt với quá trình cổ phần hóa các DNNN cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán và các định chế tài chính đã tạo nên xu thế tách biệt giữa chủ sở hữu và người đại diện; (ii) Có sự khác biệt trong việc khắc phục những vấn đề khó khăn nảy sinh giữa chủ sở hữu và người đại diện giữa các DN trong nước và DN nước ngoài; (iii) Một số gợi ý về chính sách cho Việt Nam như: đẩy mạnh cổ phần hóa, tinh giản đầu mối làm đại diện chủ sở hữu, tăng cường công tác giám sát đại diện chủ sở hữu cũng như Giám đốc và cải tiến cơ chế đãi ngộ với ban giám đốc.

* Các tác giả Thân Thị Thu Thủy và cộng sự (2014) đã tập trung vào nghiên cứu mối tương quan giữa chi phí đại diện và vấn đề kiểm soát công ty cũng như cơ cấu sở hữu của các CTCP ở Việt Nam với mục đích cung cấp những phân tích sâu hơn về các yếu tố ảnh hưởng đến chi phí đại diện của các công ty này. Từ việc nắm rõ mối tương quan giữa các biến này, các tác giả cũng đưa ra khuyến nghị trong quản lý công ty giúp cho các cổ đông tối ưu lợi ích của mình.

Trong công trình nghiên cứu này, các tác giả đã trình bày những luận cứ lý luận và thực tiễn về khái niệm chi phí đại diện, cấu trúc cũng như cơ sở hình thành và các yếu tố tác động đến chi phí đại diện trong các công ty cổ phần. Cụ thể, dựa trên khung lý thuyết về chi phí đại diện được trình bày lần đầu tiên trong nghiên cứu của Jensen&Meckling (1976), các tác giả đã đưa ra cấu trúc của chi phí đại diện trong các CTCP. Đồng thời, cũng trong công trình nghiên cứu này, các tác giả cũng đã trình bày luận cứ lý luận về cơ sở phát sinh chi phí đại diện ở những công ty có sự

tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát, khi đó xảy ra tình trạng bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lý và các cổ đông. Nhà quản lý có nhiều thông tin hơn về tình hình công ty sẽ dùng nó để trục lợi cho bản thân (Fama&Jensen, 1983).

Cùng với các luận cứ lý thuyết, bằng việc tổng hợp tổng quan tình hình các nghiên cứu trước đó về các nhân tố ảnh hưởng đến chi phí đại diện ở các công ty cổ phần ở các Quốc gia trên thế giới, tác giả đã trình bày luận cứ thực tiễn về việc hình thành và đo lường sự tác động của các nhân tố đến chi phí đại diện. Cụ thể trong nghiên cứu này, các tác giả đã sử dụng cách đo lường chi phí đại diện đã được sử dụng trong một nghiên cứu của Ang, Cole & Lin (2000). Các tác giả này đã sử dụng chỉ số hiệu quả khai thác tài sản (được tính bằng tỷ lệ giữa tổng doanh thu/tổng tài sản) và chỉ số này tỷ lệ nghịch với chi phí đại diện.

Phương pháp nghiên cứu được sử dụng trong công trình nghiên cứu này là phân tích nhân tố sử dụng trong phân tích định lượng về các yếu tố tác động đến chi phí đại diện, cụ thể bằng việc xây dựng và sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính đa biến với phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất (OLS), trong đó:

(1) Biến phụ thuộc là tỷ lệ giữa tổng doanh thu/tổng tài sản (Saletoasset - biến này nghịch biến với chi phí đại diện) của công ty;

(2) Nhóm biến độc lập về cấu trúc quyền sở hữu trong công ty bao gồm: (i) Tỷ lệ sở hữu của ban quản lý (mng_ownership - gồm ban giám đốc và kế toán trưởng); (ii) Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (fr_ownership) ; (iii) Tỷ lệ sở hữu nhà nước (gov_ownership) ; (iv) Đòn bẩy tài chính (leverage) ; (v) Quy mô công ty (firm_size).

Để triển khai nghiên cứu định lượng, phương pháp thu thập các dữ liệu thứ cấp được tiến hành thông qua các báo cáo tài chính, bản cáo bạch, thông tin nội bộ của các công ty cổ phần tại Việt Nam trong năm 2012. Các tác giả đã lựa chọn thực hiện với 92 công ty cổ phần có vốn chủ sở hữu trên 1.000 tỷ đồng và hoạt động trong nhiều ngành nghề khác nhau.

Kết luận chính của công trình nghiên cứu này bao gồm: (i) Khi ban điều hành sở hữu càng nhiều cổ phần của công ty thì càng có thêm động lực để quản lý tốt hơn, từ đó tránh được tình trạng sử dụng tài sản công ty để trục lợi cho bản thân; (ii) Cổ đông nước ngoài có thể đóng vai trò như một kiểm soát viên có hiệu quả trong các công ty cổ phần tại Việt nam, góp phần làm giảm chi phí đại diện; (iii) Quy mô công ty càng lớn sẽ dẫn đến tình trạng có nhiều ban quản lý ở các cấp khác nhau, dẫn đến sự khó khăn trong việc kiểm soát chi phí đại diện. Từ đó, nhóm tác giả đưa ra một số khuyến nghị trong quản lý công ty, bao gồm: Thúc đẩy động lực quản lý tốt hơn của

ban quản lý bằng cách nâng cao tỷ lệ sở hữu của họ trong công ty như tăng cường thực hiện chế độ thưởng bằng cổ phiếu, khuyến khích mua cổ phiếu; Ở các công ty có quy mô lớn, nên thiết lập hệ thống kiểm soát hoạt động tốt hơn nhằm kiểm tra, giám sát chặt chẽ hoạt động của các ban quản lý ở nhiều cấp bậc; Cần thu hút vốn của các nhà đầu tư nước ngoài để nâng cao hiệu quả quản lý.

Ngoài ra, khi nghiên cứu về tác động của cấu trúc vốn đến chi phí đại diện của các công ty niêm yết Trung Quốc, hai học giả Hongxia Li và Liming Cui (2003) đã chỉ ra mối liên hệ mật thiết giữa mức chi trả cho ban điều hành với chi phí đại diện của các công ty niêm yết, từ đó hai học giả này đi đến sử dụng mức thù lao cho ban điều hành là một trong hai cách thức để mô tả biến phụ thuộc chi phí đại diện của các công ty niêm yết tại Trung Quốc.

1.1.2. Các nghiên cứu điển hình về mô hình chi trả cho nhà quản lý công ty cổ phần

Tại Việt Nam, các nghiên cứu độc lập về chính sách chi trả cho nhà quản lý trong các doanh nghiệp nói chung và các CTCP niêm yết nói riêng còn khá mới mẻ, có ít nghiên cứu xem xét vấn đề này. Các nghiên cứu chủ yếu tập trung vào nghiên cứu từng mảng vấn đề riêng rẽ như: vấn đề tiền lương, tiền thưởng của người lao động nói chung trong các doanh nghiệp. Trong các nghiên cứu liên quan trực tiếp đến vấn đề này, có thể kể đến một số các công trình nghiên cứu chủ yếu sau đây:

* Tác giả Bùi Xuân Chung (2009) với nghiên cứu “*Thù lao ban điều hành và sự phát triển của tập đoàn kinh tế*”, đã xem xét vấn đề thù lao của bộ máy điều hành tại các tập đoàn như một luận cứ quan trọng để phát triển bền vững các tập đoàn kinh tế tại Việt Nam thời kỳ sau khi gia nhập WTO. Trong nghiên cứu này, tác giả đã trình bày các luận cứ lý luận và thực tiễn về tầm quan trọng nhất thiết phải thay đổi cơ chế chi trả thù lao cho ban điều hành của các tập đoàn kinh tế ở Việt Nam. Dựa trên hệ thống lý thuyết về chi phí đại diện (agency cost), tác giả đã phân tích cơ sở khoa học của việc xác định thù lao ban điều hành cũng như nhìn nhận thù lao của ban điều hành thông qua hệ thống quản trị và việc tái cơ cấu công ty. Trong đó, tác giả đã chỉ ra được có mối quan hệ giữa thù lao của ban điều hành và việc xây dựng hệ thống quản trị để đo lường và đánh giá các kết quả, các giá trị mà ban điều hành đem lại cho công ty.

Đặc biệt, bằng việc phân tích các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả quản lý DN trong các công ty Nhà nước ở Việt Nam, tác giả đã nêu lên những thách thức trong việc nâng cao hiệu quả quản trị của các công ty Nhà nước và xác định thù lao của ban điều hành. Từ đó, kết hợp với việc làm rõ được một số nét cơ bản về kinh nghiệm trả

thù lao cho các nhà quản trị doanh nghiệp ở Trung Quốc, tác giả đã đưa ra một số những gợi ý có thể áp dụng đối với Việt Nam.

Phương pháp nghiên cứu được sử dụng trong công trình nghiên cứu này khá đa dạng, bao gồm các khung mẫu phân tích của kinh tế học, các phương pháp thống kê, phân tích. Đồng thời, phương pháp nghiên cứu tình huống cũng được sử dụng trong phân tích nhằm đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành viễn thông với việc chi trả thù lao ban điều hành.

Các kết luận chính của công trình nghiên cứu cho thấy, việc xây dựng một chính sách chi trả thù lao hợp lý cho ban điều hành là một trong những yếu tố quan trọng giúp phát triển bền vững các tập đoàn kinh tế tại Việt Nam hiện nay. Đối với các công ty cổ phần ở Việt Nam, khi vẫn duy trì chế độ lương theo ngạch bậc và có tính chất “cào bằng” sẽ hạn chế và không khuyến khích Ban điều hành làm gia tăng giá trị công ty. Điều này dẫn đến các hệ lụy như: sức cạnh tranh DN giảm sút; công ăn việc làm suy giảm; nguy cơ tụt hậu. Tuy nhiên, nghiên cứu này chưa chỉ rõ được các nhân tố nào tác động chủ yếu đến mức thu nhập của các nhà quản lý nói chung, cũng như chưa xây dựng được một cách triệt để các hàm ý chính sách cho việc thiết kế các mô hình chính sách chi trả cho nhà quản lý dựa trên tại các tập đoàn kinh tế.

* Tác giả Nguyễn Văn Thanh (2005) đã phân tích và đưa ra một số mô hình chi trả quản lý đang được các công ty cổ phần ở Mỹ cũng như các nước châu Âu áp dụng. Từ đó, tác giả đưa ra một số gợi mở cần thiết phải xây dựng lại hệ thống khen thưởng và chi trả đối với các nhà quản trị và ban điều hành các doanh nghiệp ở Việt Nam với mục tiêu khuyến khích họ nỗ lực vì sự phát triển của doanh nghiệp, giảm bớt những hiện tượng tiêu cực trong quản lý và đáp ứng được nhu cầu về thuê giám đốc điều hành. Trong công trình này, tác giả đã trình bày các luận cứ lý luận và thực tiễn về các mục tiêu cơ bản của các mô hình chi trả nhà quản lý (bao gồm (i) Sự thống nhất; (ii) Đòn bẩy của cải; (iii) Sở hữu; (iv) Chi phí cổ đông). Tác giả cũng đã phân tích một số mô hình bồi hoàn cho các nhà quản lý đã và đang được nhiều CTCP trên thế giới áp dụng với mục tiêu khuyến khích các nhà quản lý nỗ lực tạo ra giá trị cho các cổ đông. Bằng việc phân tích các ưu điểm và hạn chế của từng mô hình cũng như kinh nghiệm thực tế ở các công ty áp dụng trên thế giới, tác giả đã đưa ra kết luận về tính ưu việt của Mô hình bồi hoàn quản lý dựa trên EVA trong việc xây dựng kế hoạch tiền thưởng EVA hiện đại cho các nhà quản lý.

Phương pháp nghiên cứu được sử dụng chủ yếu trong nghiên cứu này là những mô hình kinh tế học thực chứng, kết hợp với việc phân tích kinh nghiệm áp

dụng các mô hình chi trả cho quản lý của các công ty cổ phần ở nhiều lĩnh vực khác nhau trên thế giới. Ngoài ra, tác giả còn sử dụng phương pháp phân tích tình huống để phân ánh hoạt động của kế hoạch tiền thưởng EVA hiện trong việc chi trả cho các nhà quản lý tại một công ty cổ phần.

Các kết luận chính của công trình nghiên cứu cho thấy, việc sớm xây dựng và phát triển các mô hình chi trả cho quản lý mang bản chất của kinh tế thị trường và dựa trên các nhân tố phản ánh đánh giá chính xác những giá trị do các nhà quản trị tạo ra là một trong những giải pháp quan trọng giúp các nhà quản lý đưa ra các quyết định khó khăn nhằm tối đa hóa giá trị cho các cổ đông.

* Các tác giả Alex Edmans, Xavier Gabaix, Tomasz Sadzik, Yuliy Sannikov (2012) với đề tài nghiên cứu “*Dynamic CEO Compensation – Chính sách chi trả CEO mang tính động*”, đã tập trung vào việc phân tích và xây dựng các mô hình chi trả cho nhà quản lý đầy đủ mang tính “động” trong khuôn khổ một hợp đồng tối ưu cho nhiều giai đoạn khác nhau. Nhóm tác giả cũng đã chỉ ra những hạn chế của các hợp đồng chi trả cho nhà quản lý dựa trên các mô hình chi trả “tĩnh”; Đó là làm cho các nhà quản lý tập trung quá nhiều vào kết quả ngắn hạn làm gia tăng các chi phí cơ hội trong dài hạn, không khuyến khích vào việc đầu tư tạo ra giá trị trong dài hạn. Từ đó, để nhằm giải quyết các bất cập ở trên, nhóm tác giả đi sâu vào phân tích các mô hình “động” dựa trên việc trao cho CEO một “tài khoản khuyến khích động” (“DIA-Dynamic Incentive Account” bao gồm một danh mục đầu tư bao gồm: một phần đầu tư vào cổ phiếu công ty và phần còn lại tiền mặt). Trong các mô hình tối ưu đó, các CEO sẽ được khuyến khích tham gia vào cả ba hành động: nỗ lực hết mình, tiết kiệm cá nhân và hành động vì mục tiêu dài hạn của công ty.

Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả đã trình bày những luận cứ lý luận và thực tiễn về khung tiếp cận thuật ngữ, chức năng và vai trò hết sức quan trọng của “DIA” trong việc thiết kế mô hình chi trả tối ưu cho các nhà quản lý ở các công ty cổ phần. Cụ thể, “DIA” đảm bảo rằng các CEO luôn luôn nỗ lực hết mình trong giai đoạn hiện tại, đồng thời với việc trao các quyền chọn làm tăng vốn chủ sở hữu của các CEO đảm bảo họ nỗ lực trong cả tương lai. Đồng thời, bằng những luận cứ lý luận và thực tiễn tác giả đã trình bày cơ sở của việc thiết lập các mô hình nhất thiết phải yêu cầu các CEO nỗ lực trong dài hạn. Trong đó, tác giả đã đi vào phân tích từ mô hình cốt lõi với các biến chủ đạo liên quan đến chủ sở hữu (các công ty) và CEO (đại diện) đến mô hình Log Utility với mục đích xây dựng một cơ chế chi trả cho các CEO dựa trên một khuôn khổ hoàn toàn năng động.

Phương pháp nghiên cứu của công trình này bao gồm: phương pháp nghiên cứu mô tả và phân tích các mô hình tối ưu trong việc thiết kế cơ chế chi trả cho các CEO của các công ty cổ phần. Bên cạnh đó, nhóm tác giả còn sử dụng phương pháp phân tích, so sánh nhân tố để phát hiện mức độ tác động của các nhân tố chủ đạo đến mức chi trả cho các CEO.

Kết luận chính của công trình nghiên cứu này bao gồm:

(1) Với việc nghiên cứu chính sách chi trả cho quản lý trong một mô hình động đầy đủ, nghiên cứu đã khẳng định rằng các khoản thanh toán chi trả cho các nhà quản lý có độ nhạy cao với kết quả hoạt động của công ty cổ phần cũng như lợi nhuận từ cổ phiếu trong hiện tại và trong quá khứ. Các khoản thù lao khuyến khích được dựa trên tỷ lệ phần trăm thay đổi trong việc chi trả lương trên phần trăm thay đổi giá trị công ty.

(2) Hợp đồng tối ưu có thể được thực hiện bằng cách sử dụng một cơ chế mà chúng ta gọi là “Dynamic Incentive Account – tạm dịch Tài khoản khuyến khích động”. Các khoản thu nhập mong đợi của CEO sẽ được đặt vào một tài khoản, mà ở đó một phần chắc chắn được đầu tư vào cổ phiếu của công ty. Tính năng cân bằng của tài khoản này đảm bảo rằng khi giá cổ phiếu thay đổi, Các CEO vẫn luôn luôn có động lực để nỗ lực trong giai đoạn hiện tại. Đồng thời với việc đưa ra các biện pháp phụ thuộc tương lai nó cũng đảm bảo rằng trong suốt quá trình được tuyển dụng, CEO vẫn nỗ lực trong tương lai và ngay cả khi về hưu.

(3) Kết luận chính của công trình này nhấn mạnh đến việc một loạt các yếu tố cần được xét đến khi thiết lập các mô hình chính sách chi trả cho nhà quản lý như: yếu tố thị trường không hoàn hảo, vấn đề rủi ro đạo đức.

* Nghiên cứu của Nhóm tin tức Eduviet (2014) đã đưa ra quan điểm về chính sách đãi ngộ tại các doanh nghiệp tại Việt Nam. Nghiên cứu chỉ ra rằng nhiều công ty lớn đặt ra mục tiêu tăng trưởng cao đã buộc phải chú trọng việc cải thiện năng lực cạnh tranh toàn diện, trong đó khả năng cạnh tranh thu hút nhân tài thông qua các chính sách về lương, thưởng và phúc lợi được xem là một trong những ưu tiên hàng đầu. Các công ty phải thiết kế lại hệ thống lương thưởng và phúc lợi cho phù hợp với tình hình mới để vừa đáp ứng đúng kỳ vọng của người lao động (nhất là những nhân tài), vừa giúp doanh nghiệp đạt được các mục tiêu phát triển lâu dài. Theo nghiên cứu của Tác giả trên, mức lương cao không còn là yếu tố duy nhất để giúp các Công ty thu hút và giữ được nhân tài. Mặc dù lương vẫn là yếu tố quan trọng, nhưng một phần ba người lao động thỏa mãn với những phúc lợi ngoài lương. Do vậy, các công ty cần

phải chú trọng đến những chính sách đãi ngộ toàn diện, từ lương, các khoản phúc lợi đến các cơ hội phát triển nghề nghiệp, chế độ làm việc theo thời gian linh hoạt... Bên cạnh đó, cần phải xây dựng các chính sách động viên khác như khen thưởng, nhân viên đạt thành tích xuất sắc, các chương trình bảo hiểm y tế, môi trường văn hóa doanh nghiệp lành mạnh... nhằm giúp người lao động cân bằng giữa công việc và cuộc sống gia đình. Đối với cấp quản lý, chính sách đãi ngộ mà các công ty đang có xu hướng áp dụng đó là lương, các khoản khuyến khích ngắn hạn và các khoản khuyến khích dài hạn. Hiện nay, các công ty đang xây dựng lại bộ máy theo hướng tinh giảm các cấp bậc nhưng nói rộng dải tiền lương ở mỗi cấp bậc. Cách làm như vậy giúp doanh nghiệp chú trọng hơn đến sự đóng góp của người lao động. Nghiên cứu này đã chỉ ra được xu hướng tìm kiếm việc làm của người lao động. Họ đang mong muốn, đòi hỏi và hướng đến một chính sách đãi ngộ toàn diện hơn.

* Các tác giả Hoàng Văn Hải, Nguyễn Anh Tuấn và Nguyễn Phương Mai (2011) với bài báo nghiên cứu “*Đổi mới chính sách đãi ngộ nhân sự của các doanh nghiệp thời kỳ hậu gia nhập WTO*”, đã chỉ ra rằng việc gia nhập WTO đã có những tác động liên quan trực tiếp đến chính sách đãi ngộ nhân sự của các doanh nghiệp trong nước. Đứng trước những thách thức khi gia nhập WTO, để đổi mới chính sách đãi ngộ nhân sự, các doanh nghiệp và cơ quan chức năng phải bắt đầu từ những triết lý căn bản, là triết lý đi xuyên suốt mọi chính sách đãi ngộ nhân sự. Về cơ bản, các doanh nghiệp Việt Nam triết lý đãi ngộ nhân sự hiện nay vẫn chịu ảnh hưởng của cơ chế xin – cho, trong đó người lao động ở thế yếu nên khó phát huy được sức mạnh tiềm ẩn của nguồn nhân lực. Do vậy, cần thay đổi tư duy về đãi ngộ nhân sự để có một triết lý rõ ràng. Triết lý đãi ngộ nhân sự phải dựa trên cơ sở tạo lập cuộc sống tối ưu cho người lao động, phải thực hiện theo phương châm “Tất cả vì con người, do con người”. Triết lý đãi ngộ nhân sự phải thể hiện được lợi ích cho kết quả đầu ra của người lao động, phải hướng người lao động vươn lên, đảm nhận những công việc khó hơn, phức tạp hơn.

Bên cạnh việc thay đổi tư duy về đãi ngộ nhân sự, chính sách lương thưởng là một đòn bẩy quan trọng để nhà quản lý chiêu dụ người tài, giữ người giỏi và khuyến khích nhân viên cống hiến hết mình cho tổ chức. Để người lao động thực sự là chủ nhân của doanh nghiệp, quan tâm đến kết quả công việc và tham gia vào quản trị doanh nghiệp thì các doanh nghiệp Việt Nam cần phải bổ sung các công cụ đãi ngộ tài chính đối với người lao động (Sử dụng cổ phiếu trong chính sách đãi ngộ tài chính). Ngoài ra, doanh nghiệp nên chú trọng hoàn thiện các chính sách phi tài chính

để tăng thêm động lực làm việc cho người lao động.

* Ngoài ra, tác giả Trần Kim Dung (2014) đã đưa ra các “*giải pháp hoàn thiện chính sách lương thưởng cho doanh nghiệp Việt*” trong luận án tiến sĩ kinh tế. Tác giả đã nhận định: Việc tạo ra các chính sách, chế độ tốt chính là khâu then chốt đột phá để các doanh nghiệp chuyển từ mô hình nghèo khó của vòng luẩn quẩn: năng suất thấp, tiền lương thấp, không nhiệt tình, kỷ luật thấp sang mô hình hiệu quả: năng suất cao, tiền lương cao, nhiệt tình, kỷ luật cao. Với các chính sách, chế độ tốt, doanh nghiệp sẽ khuyến khích người lao động có động lực làm việc tốt, tạo ra các sản phẩm dịch vụ tốt cho khách hàng, làm khách hàng hài lòng, từ đó doanh nghiệp sẽ có năng suất, có lợi nhuận và có khả năng đáp ứng cao nhất các nhu cầu hợp lý của người lao động.

1.1.3. Các nghiên cứu điển hình về các yếu tố tác động đến chính sách chi trả cho nhà quản lý công ty cổ phần

Mặc dù đã có nhiều nghiên cứu lý thuyết cũng như thực nghiệm liên quan đến các yếu tố tác động đến vấn đề chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần trên phạm vi toàn cầu bao gồm cả các nước có nền kinh tế phát triển như Hoa Kỳ, Anh, Pháp, Thụy Điển hay các nền kinh tế mới nổi như Trung Quốc, Nam Phi... Tuy nhiên, ở Việt Nam, tính đến hiện nay do một vài hạn chế trong việc tiếp cận các dữ liệu, nên chưa có công trình nghiên cứu chính thức nào chuyên sâu về vấn đề chi trả cho nhà quản lý của công ty cổ phần, mà mới chỉ dừng lại ở một vài nghiên cứu liên quan đến chi phí đại diện như là một phần nội dung đề cập đến chi phí cho ban điều hành.

1.1.3.1. Các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của hiệu quả hoạt động đến chính sách chi trả nhà quản lý của các công ty cổ phần:

Các nghiên cứu thực nghiệm trước đó cũng đã chỉ ra rằng có nhiều các kết quả khác nhau về mối quan hệ giữa chính sách chi trả nhà quản lý và hiệu quả hoạt động của các công ty:

* *Mô hình nghiên cứu về chi trả cho nhà quản lý cấp cao (CEO Compensation) của các công ty niêm yết ở Thụy Điển (Usman Tariq, 2010):*

Nghiên cứu này lấy dữ liệu từ 30 công ty niêm yết tại Thị trường chứng khoán Thụy Điển trong giai đoạn từ 2004 đến 2008. Biến độc lập được sử dụng là: Hiệu quả công ty (ROE), Quy mô Doanh nghiệp (Firm size), Quy mô Ban quản trị (Board size), Tăng trưởng (Growth). Biến phụ thuộc được đo lường thông qua 2 cách là Thù lao tiền mặt (Cash Compensation) và Tổng thù lao (Total compensation). Để nhìn nhận mối tương quan giữa tổng mức chi trả cho CEO và kết

quả hoạt động của công ty, tác giả đã đưa ra mô hình hồi quy như sau:

$$\begin{aligned} \ln(\text{Total Compensation}_{it}) = & \alpha + \beta_1(\text{Performance}_{it}) + \beta_2(\text{Firm Size}_{it}) \\ & + \beta_3(\text{Growth}_{it}) + \beta_3(\text{Board Size}_{it}) + \epsilon \end{aligned}$$

Kết quả hồi quy mô hình của nghiên cứu này cho thấy có mối tương quan ngược chiều không đáng kể giữa mức chi trả cho CEO với kết quả kinh doanh của công ty. Và mức thu nhập của CEO là một hàm đồng biến với quy mô công ty, công ty có quy mô càng lớn thì mức chi trả thù lao cho nhà quản lý cũng càng tăng. Sự tăng trưởng của công ty cũng có mối liên hệ ngược với việc chi trả thù lao cho CEO tuy nhiên mối tương quan này cũng không thực sự rõ ràng. Từ đó, Usman Tariq (2010) đã đi đến kết luận rằng “Mối quan hệ giữa mức chi trả cho CEO (CEO pay) và kết quả kinh doanh của công ty (Performance company) thì vẫn chưa được xác lập một cách hoàn thiện ở các công ty Thụy Điển.

* *Mô hình chi trả cho ban điều hành/CEO của Collins G. Ntim et al (2015):*

Hướng nghiên cứu chính của công trình này là xem xét sự tác động của các yếu tố nội sinh và ngoại sinh đến tổng mức chi trả (bằng tài chính hoặc phi tài chính) cho các thành viên trong ban giám đốc (ban điều hành) cũng như của riêng CEO tại các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Johannesburg (Nam Phi). Trong đó, nghiên cứu tập trung đi sâu vào tìm kiếm các bằng chứng thực nghiệm về các mức chi trả cho ban điều hành, điều tra mối liên hệ giữa các mức chi trả đó với kết quả hoạt động của các công ty niêm yết ở Nam Phi. Tác giả đã đề xuất 2 mô hình nghiên cứu liên quan đến tổng mức chi trả cho CEO (CEO Pay) và tổng mức chi trả cho ban điều hành (total executive pay –TPAY) là hai biến phụ thuộc; Cụ thể:

$$TPAY_i = \alpha_0 + \beta_1 TSR_i + \sum_{j=1}^7 \beta_j CG_i + \sum_{k=1}^6 \beta_k CONTROLS_{it} + \delta_i + \epsilon_i$$

Trong đó: TPAY/CEOPAY là tổng thu nhập của toàn bộ thành viên ban điều hành/tổng thu nhập của CEO.

TSR (total shareholder return) là tổng lợi nhuận đem lại cho cổ đông – Một trong những chỉ tiêu tài chính được dùng để phản ánh kết quả hoạt động của công ty.

CG (Corporate Performance) là các biến thuộc về yếu tố quản trị công ty, bao gồm: Số lượng buổi họp HĐQT (NBM); Tỷ lệ sở hữu của ban điều hành (DOWN); Bình phương tỷ lệ sở hữu của ban điều hành (DOWN²); Sự tồn tại của ủy ban đãi ngộ (RCOM); Vai trò của giám đốc điều hành (DUAL); Danh sách chéo (CROSLIST) và Quy mô công ty kiểm toán (BIG4).

CONTROLS là những biến kiểm soát như: tăng trưởng doanh thu (SGR), Chi

phí tài chính (*CAPX*), Quy mô công ty (*LNTA*), tình hình chi trả cổ tức (*DIV*), Ngành (*INDUST*), Năm (*YEAR*)

Kết quả nghiên cứu của công trình này:

- Bằng việc sử dụng một mẫu gồm các công ty niêm yết Nam Phi, kết quả của công trình này dựa trên việc ước lượng một mô hình phương trình tuyến tính đơn thông thường và cho thấy mối tương quan giữa tổng mức chi trả cho ban điều hành và kết quả hoạt động của công ty là tương đối yếu; cụ thể dao động từ 0.025 trên tổng mức chi trả bằng tiền mặt của tất cả các thành viên trong ban giám đốc cho tới 0,098 trên tổng mức chi trả cho CEO.

- Kết quả nghiên cứu còn cho thấy mối tương quan giữa việc chi trả bằng phi tiền mặt với kết quả của công ty là cao hơn so với việc chi trả cho quản lý bằng tiền mặt. Trong đó, mức chi trả cho CEO thì có độ nhạy với kết quả hoạt động của công ty cao hơn so với những thành viên khác trong ban giám đốc.

- Khác biệt với các nghiên cứu tồn tại trước đó, bằng việc dựa trên ước lượng 3SLS (3stage least square) trong một mô hình đa phương trình đồng thời cho phép các biến phụ thuộc ảnh hưởng đồng thời lẫn nhau giữa mức chi trả cho ban giám đốc, hiệu suất của công ty và các cơ chế quản trị công ty cho thấy một sự phát triển trong mối tương quan giữa tổng mức chi trả cho ban điều hành và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, cụ thể dao động từ 0,163 trên tổng chi trả cho tất cả các thành viên ban giám đốc điều hành và 0,197 trên tổng mức chi trả cho Giám đốc điều hành.

Ngoài hai nghiên cứu kể trên, còn có những nghiên cứu khác đã cho thấy một mối tương quan dương mạnh mẽ giữa kết quả tài chính với mức chi trả cho nhà quản lý ở các công ty cổ phần như: Belliveau cộng sự (1996) với mức độ tương quan là 0.41 trong khi đó các nghiên cứu của Finkelstein và Boyd (1998) thì mức độ tương quan thấp hơn chỉ là 0.13 và của Johnson (1982) thì kết quả là 0.003.

Ngược lại, nghiên cứu của của Brick và cộng sự (2005) lại chỉ ra rằng có một mối tương quan âm mạnh mẽ giữa mức chi trả cho nhà quản lý và kết quả hoạt động của công ty. Cùng viết về chủ đề này, Zhou (2000) cũng đã nghiên cứu các công ty ở Canada và phát hiện ra rằng mức chi trả cho các CEO thì có mối liên hệ ngược chiều với quy mô công ty và mức chi trả thì phụ thuộc nhiều vào kết quả của công ty.

1.1.3.2. Các nghiên cứu về tác động của yếu tố quản trị công ty đến chi trả cho nhà quản lý

Một số các nghiên cứu thực nghiệm còn cho thấy không chỉ có yếu tố hiệu quả công ty mà một số yếu tố khác cũng tác động đến mức chi trả cho nhà quản lý

của CTCP, cụ thể:

Trong nghiên cứu của Shah và cộng sự (2009) với việc khảo sát dữ liệu từ 114 công ty niêm yết ở Pakistan trong giai đoạn 2002 – 2006 đã xác định rõ các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ chi trả cho các giám đốc điều hành. Họ đã phát hiện ra rằng thu nhập của CEO là một hàm của hiệu quả hoạt động (performance measures), quy mô công ty (firm size), các biến quản trị công ty như: Tài năng của CEO, Sự độc lập của ban điều hành, quy mô ban điều hành, cấu trúc vốn chủ sở hữu (Số lượng cổ phiếu của ban điều hành/Tổng số lượng cổ phiếu) và sự độc lập của hội đồng kiểm toán.

Trong nghiên cứu của Berkema và Mejia (1998) về các công ty niêm yết ở Hoa Kỳ, hai tác giả cũng đã đi đến nhận dạng một số các nhân tố quan trọng tác động đến mức độ chi trả cho các CEO ở các công ty này; bao gồm: (i) Lực lượng cạnh tranh thị trường (Market forces), (ii) Cấu trúc sở hữu vốn (Ownership Structure), Cổ đông lớn (blockholder). Và đặc biệt, sự xuất hiện của một hội đồng lương thưởng (remuneration committees) - hội đồng có trách nhiệm trong việc đề xuất xây dựng phương án chi trả cho các CEO. Hội đồng lương thưởng này sẽ bao gồm các thành viên nằm ngoài công ty.

1.1.3.3. Các nghiên cứu về tác động của cấu trúc sở hữu vốn đến chính sách chi trả nhà quản lý của công ty cổ phần

Shleifer và Vishny (1986) cho thấy rằng sự hiện diện của các cổ đông lớn thực hiện giám sát chặt chẽ hơn đối với những hành vi cơ hội của các nhà quản lý, từ đó giúp cho việc đảm bảo cắt giảm những quyết định mang tính tùy tiện của họ. Như vậy, việc cơ cấu sở hữu vốn mang tính tập trung xuất hiện như một sự bảo đảm của an toàn cho các cổ đông thiểu số chống lại chủ nghĩa cơ hội của người quản lý. Theo đó, dựa trên các phân tích trên có thể nhận thấy các công ty cổ phần với cấu trúc sở hữu tập trung sẽ có thể ảnh hưởng ngược chiều đến tổng mức chi trả cho nhà quản lý.

Các kết quả nghiên cứu thực nghiệm về mức độ tập trung quyền sở hữu cho thấy một mối quan hệ ngược chiều giữa sự có mặt của các cổ đông chi phối với mức chi trả cho nhà quản lý (Haid và Yurtoglu, (2006) trên thị trường Đức và Mehran (1995) trên thị trường Hoa Kỳ.

Theo quan điểm của Anglo-Saxon, Lambert và cộng sự (1993) và Core và cộng sự (1999) đã chỉ ra rằng mức độ chi trả cho nhà quản lý sẽ thấp hơn khi nhà quản lý sở hữu tỷ lệ vốn cao hơn trong công ty cổ phần.

Roussel và Trepo (1999) quan sát thấy rằng trong các công ty ở Pháp nơi mà

các nhà quản lý có khả năng quyết định về chính sách chi trả của họ, các khoản tiền thưởng thường ít gắn liền với hiệu suất của công ty. Barak et al (2011) xác nhận mối liên hệ này cho thấy bồi thường quá mức có ảnh hưởng xấu đến giá trị của công ty.

Hai tác giả Hongxia Li và Liming Cui (2003), thông qua việc điều tra 211 DN niêm yết từ trong giai đoạn 1999-2001, các tác giả đưa ra mô hình quan hệ giữa chi phí đại diện và cấu trúc vốn như sau:

$$\text{Agency cost} = \beta_0 + \beta_1 \text{capitalstructure} + \beta_2 \text{Conc} + \beta_3 \text{Size} + \beta_4 \text{board} + \sum \beta_j \text{Dum}_{it} \quad (1)$$

$$\text{ROE} = \beta_0 + \beta_1 \text{Capital structure} + \beta_2 \text{Conc} + \beta_3 \text{Size} + \beta_4 \text{Board} + \sum \beta_j \text{Dum}_{it} \quad (2)$$

Trong đó:

- Agency cost: Chi phí đại diện – Thù lao của ban điều hành
- Capital structure: Cấu trúc vốn tính bằng nợ trên tổng tài sản
- Conc (ownership Concentration): Mức độ vốn nhà nước
- Board (Board size): Quy mô HĐQT
- Size (Firm Size): Quy mô công ty
- Dum (Industries): Ngành nghề kinh doanh
- ROE (return on equity): Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ

Kết quả nghiên cứu của mô hình này đã chỉ ra các công ty có phần vốn nhà nước chiếm càng cao thì mức độ tác động càng mạnh mẽ đến thu nhập của ban điều hành.

Các tác giả Zhaoyang Gu, Kun Wang và Xing Xiao (2010) đã chỉ rằng có mối quan hệ giữa quyền kiểm soát của nhà nước với chính sách chi trả cho ban điều hành. Cụ thể, các doanh nghiệp có mức độ kiểm soát của Nhà nước thấp hơn sẽ có mức chi trả ban điều hành cao hơn và chính sách chi trả có độ “nhạy” cao (sự biến động mạnh mẽ với các yếu tố kết quả tài chính của công ty). Tức là, mức chi trả cho ban điều hành trong các công ty cổ phần nằm dưới sự kiểm soát của chính phủ Trung Quốc có sự biến động không đáng kể giữa các công ty hoạt động tốt và các công ty hoạt động yếu kém.

Để thấy được tổng quát các công trình nghiên cứu tiêu biểu về sự tác động của các yếu tố đến chi trả cho các nhà quản lý của các CTCP, tác giả tổng hợp lại qua bảng dưới đây:

Bảng 1.1: Bảng tổng hợp các nghiên cứu tiêu biểu liên quan đến chính sách chi trả cho nhà quản lý

Tác giả	Các nghiên cứu	Kết quả
Jensen và Meckling (1976)	“Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure.” (<i>Lý thuyết công ty: Hành vi quản lý, chi phí đại diện và cấu trúc sở hữu</i>)	Ở các công ty cổ phần luôn luôn tồn tại chi phí đại diện như là một vấn đề của sự tách biệt giữa quyền kiểm soát và quyền sở hữu
Tosi và cộng sự. (2000)	“How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies” (<i>Hiệu quả công ty gặp phải vấn đề như thế nào? Một phân tích về các nghiên cứu chi trả cho CEO</i>)	Kết quả nghiên cứu này cho thấy mối tương quan yếu giữa mức chi trả cho CEO và kết quả tài chính của công ty nhưng có mối tương quan dương mạnh mẽ giữa chi trả cho CEO với quy mô của công ty
Ozkan (2007)	“CEO Compensation and Firm Performance: An Empirical Investigation of UK Panel Data.” (<i>Chi trả cho quản lý và Hiệu quả công ty: Điều tra dựa trên kinh nghiệm từ dữ liệu của Vương quốc Anh.</i>)	Phát hiện ra mối tương quan dương giữa mức chi trả cho CEO và kết quả tài chính
Brick và cộng sự (2005)	“CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism?” (<i>Chi trả cho quản lý và hiệu quả công ty: Bằng chứng của chủ nghĩa tự do?</i>)	Phát hiện ra mối tương quan âm mạnh mẽ giữa mức chi trả cho CEO và ban điều hành. Nghiên cứu này cũng là bằng chứng chỉ ra mức chi trả quá mức (cho cả CEO và ban điều hành) có liên quan đến sự không hiệu quả của công ty.
Shah và cộng sự (2009)	“Determinants of CEO Compensation. Empirical Evidence from Pakistani Listed Companies” (<i>Các yếu tố tác động đến chi trả cho CEO bằng chứng thực</i>)	Nghiên cứu này đã chỉ ra rằng chi trả cho quản lý là một hàm của hiệu quả công ty, quy mô công ty, đặc trưng CEO, quy mô hội đồng quản trị, cấu trúc sở hữu vốn, sự tập trung của

	<i>nghiệm từ các công ty niêm yết Pakistan)</i>	quyền sở hữu và tổ chức kiểm toán độc lập.
Berkema và Mejia (1998)	“Managerial compensation and firm performance: A general research framework” <i>(Chi trả cho quản lý và hiệu quả công ty: tổng hợp các nghiên cứu chung)</i>	Các điều kiện thị trường, cấu trúc sở hữu, các nhà đầu tư tổ chức và hội đồng thù lao là các yếu tố ảnh hưởng đến quy mô chi trả cho nhà quản lý.
Ferri và Meber (2009)	“Say on pay vote and CEO compensation: Evidence from the UK” <i>(Bàn về bỏ phiếu cho việc chi trả thu nhập CEO: Bằng chứng từ các công ty Anh Quốc)</i>	Các Quy định pháp lý đóng vai trò quan trọng trong việc kiểm soát mức chi trả cho CEO và hướng tới trách nhiệm giải trình cao hơn.
Boyd (1994)	“Board control and CEO compensation” <i>(Sự kiểm soát của HĐQT và mức chi trả cho CEO)</i>	HĐQT là một cơ chế kiểm soát nội bộ quan trọng trong việc sắp xếp kế hoạch chi trả cho CEO.
George-Levi Gayle và cộng sự (2018)	“How Well Does Agency Theory Explain Executive Compensation?” <i>(Lý thuyết đại diện giải thích thế nào về vấn đề chi trả ban điều hành?)</i>	Cách chi trả cho ban điều hành của các công ty cổ phần được khảo sát trong các nghiên cứu tiền nhiệm nhìn chung phù hợp với lý thuyết sở hữu-đại diện.
Juie Ann Elston và Lawrence G.Goldberg (2001)	“Executive Compensation and Agency Costs in Germany” <i>(mối quan hệ giữa chi trả ban điều hành và Chi phí đại diện ở các công ty ở Đức)</i>	Các công ty ở Đức cũng tồn tại vấn đề đại diện gây ra bởi sự tách biệt quyền sở hữu khỏi quyền kiểm soát, với sự phân tán quyền sở hữu dẫn đến mức chi trả cao hơn cho ban điều hành.

Nguồn: tác giả tổng hợp

1.1.4. Những giá trị khoa học và thực tiễn luận án được kế thừa và khoảng trống nghiên cứu

Qua việc tổng quan các công trình nghiên cứu liên quan đến đề tài của luận án, cho thấy còn một số khoảng trống trong nghiên cứu như sau:

Thứ nhất, trên thế giới đã có nhiều công trình nghiên cứu về yếu tố tác động

đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần niêm yết trên nhiều thị trường tại các quốc gia khác nhau. Về cơ bản, các nghiên cứu đã sử dụng xem xét nhiều yếu tố khác nhau và cho những kết quả tương đối thống nhất ở một số yếu tố chủ yếu. Tuy nhiên, có nhiều nghiên cứu đã chỉ ra vai trò và quan điểm của HĐQT trong từng CTCP cũng như sự khác nhau về khung pháp lý và thể chế chính sách của các quốc gia có tác động đến việc xây dựng chính sách chi trả tại các CTCP niêm yết như Usman Tariq (2010) đối với 30 công ty niêm yết tại TTCK Thụy Sĩ, Collins G. Ntim et al (2015) đối với các nhà quản lý các công ty niêm yết ở Nam Phi hay Zhou (2000) đối với chính sách chi trả nhà quản lý của công ty niêm yết ở Canada. Bên cạnh đó, đặc thù của các doanh nghiệp ở các nước này đó là cấu trúc sở hữu được phân tán, hoặc sở hữu vốn của Nhà nước là khá thấp, khác xa so với đặc thù của các doanh nghiệp nói chung ở Việt Nam với nhiều công ty có vốn Nhà nước tham gia khá lớn. Do vậy, việc kiểm định các yếu tố tác động đến chính sách chi trả cho nhà quản lý tại các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam là đòi hỏi thiết yếu trong việc giúp các DN xem xét xây dựng mô hình chi trả cho các nhà quản lý ngày càng phù hợp hơn với thực tiễn Việt Nam.

Thứ hai, các nghiên cứu về chính sách chi trả cho nhà quản lý trong các CTCP ở Việt Nam mới chỉ dừng lại ở các phương pháp phân tích định tính và mô tả các khung lý thuyết cơ bản, chưa phát huy được sức mạnh của lý thuyết thống kê và kinh tế lượng.

Thứ ba, hầu hết các nghiên cứu về chính sách chi trả của các CTCP ở Việt Nam mới chỉ dừng lại ở việc nghiên cứu chính sách chi trả cho toàn bộ người lao động trong một công ty cụ thể thông qua việc phân tích các chỉ tiêu nội tại doanh nghiệp. Chưa có công trình nghiên cứu chuyên sâu dành riêng cho chính sách chi trả cho nhóm lao động quản lý ở cấp điều hành công ty đặt trong mối quan hệ vừa xung đột và vừa hợp tác giữa HĐQT với người quản lý trong CTCP dựa trên tiếp cận từ lý thuyết chi phí đại diện.

Thứ tư, phần lớn các nghiên cứu về chi phí đại diện ở các CTCP ở Việt Nam (bao gồm cả định tính và định lượng) đều chỉ mới dừng lại ở việc xem xét nguyên nhân dẫn đến phát sinh chi phí đại diện hay các yếu tố tác động đến chi phí đại diện nói chung. Chưa có nghiên cứu đầy đủ nào về hoàn thiện chính sách chi trả cho nhà quản lý như một giải pháp làm hạn chế chi phí đại diện tại các CTCP ở Việt Nam dựa trên các đặc điểm của từng công ty cũng như hiệu quả làm việc của các nhà quản lý nhằm gắn kết lợi ích của nhà quản lý với lợi ích của các cổ đông.

Như vậy, kết quả nghiên cứu của các công trình đã công bố có ý nghĩa quan

trọng để luận án kế thừa và phát triển, xây dựng cơ sở lý thuyết về chính sách chi trả và mô hình chính sách chi trả cho nhà quản lý của CTCP, đồng thời hình thành nên mô hình nghiên cứu các yếu tố tác động đến chính sách chi trả cho nhà quản lý gắn với bối cảnh nghiên cứu tại các CTCP niêm yết ở Việt Nam. Với các công trình ở nước ngoài, nội dung và kết quả nghiên cứu có ý nghĩa quan trọng đối với luận án trong việc xây dựng quy trình nghiên cứu, hệ thống hóa các mô hình chính sách chi trả cho nhà quản lý, hoàn thiện cơ sở lý thuyết của mô hình các yếu tố tác động đến chính sách chi trả cũng như phương pháp tiếp cận và cách thức xử lý dữ liệu mô hình nghiên cứu.

Xuất phát từ những khoảng trống nêu trên, luận án tập trung nghiên cứu trả lời các câu hỏi sau đây:

1. Thực trạng chính sách chi trả cho nhà quản lý và việc áp dụng các mô hình trong xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết ở Việt Nam như thế nào?

2. Chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP phụ thuộc vào những yếu tố nào và các yếu tố đó tác động như thế nào đến tổng mức chi trả cho nhà quản lý CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam?

3. Những kết quả đạt được cũng như những hạn chế và nguyên nhân trong chính sách chi trả hiện thời cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam hiện nay?

4. Các CTCP ở Việt Nam cần áp dụng những mô hình và giải pháp nào để hoàn thiện chính sách chi trả cho nhà quản lý trong thời gian tới?

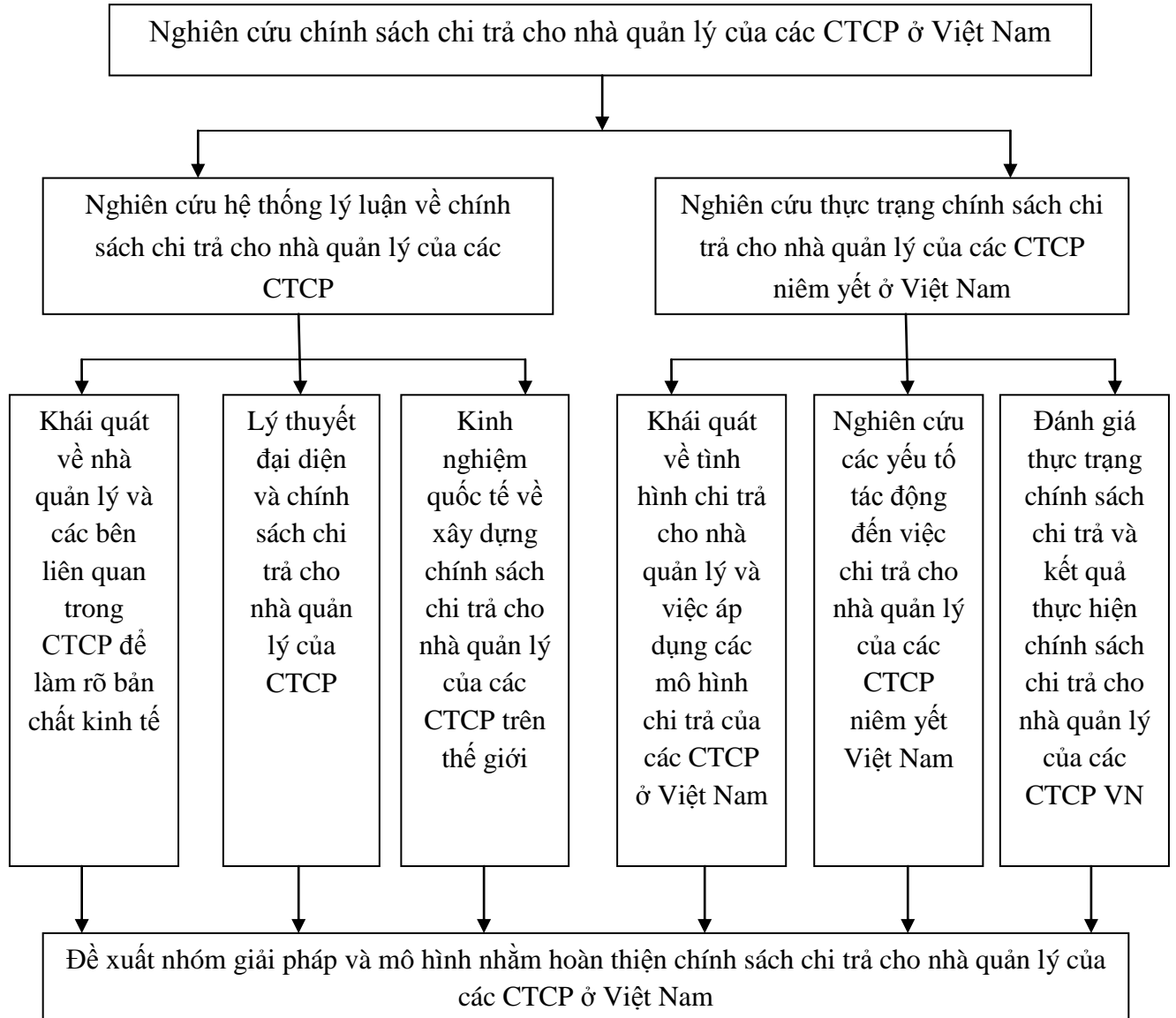
Các câu hỏi nghiên cứu trên cần được trả lời dựa trên luận cứ khoa học chặt chẽ, với các dữ liệu thực tế về các công ty cổ phần ở Việt Nam, đồng thời cũng cần được chứng minh bằng các phương pháp nghiên cứu định lượng tin cậy trên cơ sở rút ra từ sự thành công của các nghiên cứu quốc tế trước đó.

Với khoảng trống nghiên cứu được phân tích ở trên, đề tài luận án “*Nghiên cứu chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần ở Việt Nam*” là rất cần thiết.

1.2. Khung nghiên cứu của luận án

Dựa trên mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu, tác giả luận án tiến hành nghiên cứu trên 3 khía cạnh chủ yếu sau: (1) Nghiên cứu hệ thống lý luận về chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP; (2) Nghiên cứu khảo sát thực trạng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết ở Việt Nam; (3) Nghiên cứu các yếu tố

tác động đến chi trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam; (3) Nghiên cứu đề xuất các giải pháp và mô hình nhằm hoàn thiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam. Để thực hiện nội dung nghiên cứu của luận án, khung nghiên cứu được thể hiện qua sơ đồ dưới đây:



Sơ đồ 1.1: Khung nghiên cứu của luận án

Nguồn: Tác giả xây dựng

1.3. Phương pháp nghiên cứu của luận án

Trong quá trình nghiên cứu, để thực hiện đề tài, NCS đã vận dụng các phương pháp nghiên cứu sau đây:

Phương pháp luận của chủ nghĩa duy vật biện chứng, duy vật lịch sử và phương pháp hệ thống: Việc nghiên cứu chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam được thực hiện một cách đồng bộ gắn với hoàn cảnh, điều kiện và

các giai đoạn cụ thể. Các nội dung của chính sách chi trả cho nhà quản lý được xem xét trong mối liên hệ chặt chẽ với nhau cả về không gian và thời gian. Trên cơ sở đó, tác giả luận án đã sử dụng tổng hợp các phương pháp nghiên cứu cụ thể bao gồm phương pháp nghiên cứu định tính và phương pháp nghiên cứu định lượng.

1.3.1. Phương pháp nghiên cứu định tính

1.3.1.1. Phương pháp thu thập thông tin, dữ liệu

Nghiên cứu cơ sở lý thuyết và thực tiễn: Nghiên cứu sinh thu thập các tài liệu liên quan chính sách chi trả cho nhà quản lý của CTCP từ sách giáo trình, sách chuyên khảo, đề tài nghiên cứu các cấp, bài báo khoa học trong và ngoài nước... Nguồn dữ liệu trên được khai thác từ: Trang web của UBCKNN, Sở giao dịch chứng khoán, trang web của các công ty cổ phần niêm yết hay từ kho dữ liệu điện tử lớn của các nhà xuất bản, các tổ chức nghiên cứu hoặc của các trường đại học trong nước và trên thế giới như: Brooking Institution, wikipedia, ebook, Harvard Business Review...

Phân tích thực trạng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam: Nghiên cứu sinh thu thập dữ liệu liên quan đến chính sách chi trả cho nhà quản lý chủ chốt của CTCP như: các mô hình chi trả được các CTCP áp dụng, thu nhập của nhà quản lý chủ chốt, tỷ lệ trích lập khen thưởng nhà quản lý, cơ cấu các khoản chi trả nhà quản lý... của 269 công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam bao gồm Sở GDCK TP Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở GDCK Hà Nội (HNX) có công bố chính sách chi trả cho nhà quản lý chủ chốt trong 7 năm từ năm 2010 đến năm 2016.

Phân tích tình huống: Nghiên cứu sinh thu thập thông tin dữ liệu về chính sách chi trả cho nhà quản lý của CTCP FPT, các thông tin chung về Công ty, tình hình tài chính và các dữ liệu phân tích chính sách chi trả của Công ty thông qua dữ liệu thứ cấp trên các Biên bản Đại hội đồng cổ đông thường niên, Nghị quyết Đại hội đồng cổ đông thường niên, Nghị quyết HĐQT, Báo cáo thường niên và các báo cáo tài chính, báo cáo quản trị đã được kiểm toán. Lý do việc sử dụng nghiên cứu tình huống điển hình tại công ty cổ phần FPT vì đây là một công ty đại chúng tiêu biểu trên TTCK Việt Nam với cơ cấu sở hữu đa dạng (bao gồm cả sở hữu nhà nước, sở hữu tư nhân, sở hữu nước ngoài, sở hữu tổ chức), đồng thời được các chuyên gia đánh giá là khá thành công trong hệ thống đãi ngộ nhà quản lý với việc đi đầu trong việc áp dụng đa dạng các mô hình chính sách chi trả mang tính đãi ngộ cao như ESOP hay thưởng khuyến khích.

Phương pháp phỏng vấn chuyên gia: Nghiên cứu sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính – phỏng vấn sâu chuyên gia để kiểm tra và đánh giá các biến của mô hình lý thuyết chính sách chi trả cho nhà quản lý của CTCP, đưa ra những nhận định, đánh giá có giá trị cao hơn về các nội dung trình bày trong luận án. Đánh giá thực trạng chính sách chi trả cho nhà quản lý và bổ sung cho đề xuất giải pháp nhằm hoàn thiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam. Đối tượng được phỏng vấn là các nhà quản lý, các nhà quản trị trong các CTCP ở Việt Nam, các nhà nghiên cứu và các giảng viên chuyên ngành tài chính, nhân sự tại các Trường Đại học và Viện nghiên cứu ở Việt Nam.

Phương thức ghi nhận thông tin: Để tiến hành cuộc phỏng vấn, NCS chuyển thư phỏng vấn cho Người được phỏng vấn và tiến hành phỏng vấn. Nội dung cuộc phỏng vấn được ghi âm dưới đồng ý của người được phỏng vấn, đồng thời ghi chép đầy đủ làm căn cứ để phân tích, đánh giá phục vụ cho mục đích nghiên cứu.

Nội dung câu hỏi phỏng vấn được thực hiện theo chủ đề bám sát những nội dung sau:

1. Theo Ông/Bà, chính sách chi trả cho nhà quản lý là gì và các bộ phận cấu thành nên hệ thống chi trả cho nhà quản lý chủ chốt của CTCP?
2. Theo Ông/Bà, các yếu tố chủ yếu nào tác động/ảnh hưởng đến chi trả cho nhà quản lý chủ chốt của các CTCP ở Việt Nam nói chung?
3. Theo Ông/Bà, hiện nay những mô hình chính sách chi trả nào đang được các công ty cổ phần ở Việt Nam áp dụng trong việc đãi ngộ nhà quản lý (đặc biệt là nhà quản lý cấp cao như giám đốc – CEO hay các thành viên trong ban điều hành)?
4. Theo Ông/Bà, những thuận lợi và khó khăn khi xây dựng và thực hiện chính sách chi trả cho đối tượng nhà quản lý ở các CTCP ở Việt Nam hiện nay?

Kết quả nghiên cứu rút ra không chỉ dựa vào việc tổng hợp các ý kiến của người được phỏng vấn theo từng nội dung cụ thể mà còn được tập hợp thành quan điểm chung, sau đó được dùng để so sánh với kết quả mô hình định lượng, kết quả phân tích định tính.

1.3.1.2. Phương pháp xử lý thông tin dữ liệu

Luận án sử dụng kết hợp các phương pháp nghiên cứu định tính để xử lý thông tin dữ liệu như: phương pháp trừu tượng khoa học, phương pháp quy nạp và diễn dịch, phương pháp phân tích và tổng hợp, thống kê, so sánh; Kết hợp với việc minh họa bằng bảng biểu, biểu đồ cho vấn đề nghiên cứu trở nên trực quan hơn.

1.3.2. Phương pháp nghiên cứu định lượng

Nghiên cứu sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng để xem xét mô hình các yếu tố tác động đến kết quả của việc thực hiện của chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Mục đích của việc sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng này là nhằm làm rõ mức độ và chiều hướng tác động của các yếu tố quan trọng thường được sử dụng làm tiêu chí để xác định tổng mức chi trả cho nhà quản lý trong năm như: Hiệu quả tài chính, tốc độ tăng giá cổ phiếu v.v...

1.2.2.1. Phương pháp thu thập thông tin, dữ liệu

Phân tích các yếu tố tác động đến chính sách chi trả cho nhà quản lý: Dữ liệu được tập hợp từ hơn 700 công ty niêm yết trên Sở GDCK TP.HCM và Sở GDCK Hà Nội trong 7 năm, từ năm 2010 đến năm 2016.

Tuy nhiên, dữ liệu liên quan đến chính sách chi trả cho nhà quản lý không được công khai minh bạch rộng rãi ở nhiều công ty, nên mẫu nghiên cứu đã giảm đi còn 269 công ty niêm yết có công bố về chính sách chi trả cũng như thu nhập cho nhà quản lý chủ chốt trên Sở GDCK Hồ Chí Minh và Sở GDCK Hà Nội trong thời gian từ năm 2010 đến năm 2016. Kết quả của việc sàng lọc dữ liệu cho ra bộ dữ liệu dưới dạng bảng (panel data) liên tục trong 7 năm của 269 công ty niêm yết, nghĩa là tổng cộng có 1883 quan sát được sử dụng trong mô hình nghiên cứu. Các CTCP trong diện nghiên cứu được phân ra thành 18 nhóm ngành theo quy định của Ủy ban chứng khoán Nhà nước và có xem xét mức độ tác động khác nhau của các nhóm ngành đến việc xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP.

Nguồn dữ liệu thứ cấp được sử dụng là số liệu được thu thập từ các Báo cáo tài chính đã được kiểm toán, Báo cáo thường niên, Thuyết minh báo cáo tài chính, Nghị quyết HĐQT... của 269 công ty niêm yết trên Sở GDCK Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX) qua 7 năm từ năm 2010 đến năm 2016, nguồn dữ liệu được lấy từ UBCKNN và các website như: hnx.vn, hsx.vn, vietstock.vn, cophieu68.com và các web chứng khoán.

1.3.2.2. Phương pháp xử lý thông tin dữ liệu:

Để xử lý dữ liệu trong nghiên cứu định lượng, luận án sử dụng tổng hợp phương pháp phân tích thống kê mô tả, phân tích nhân tố và kiểm định giả thuyết, kiểm định đa cộng tuyến, kiểm định tự tương quan, kiểm định phương sai sai số thay đổi và Phân tích hồi quy tuyến tính đa biến với dữ liệu dạng bảng. Cụ thể:

- Thống kê mô tả được sử dụng để xác định tình hình chung về chính sách chi

trả cho nhà quản lý của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam (bao gồm HoSE và HNX).

- Mô hình hồi quy đa biến được áp dụng để xác định các yếu tố ảnh hưởng đến tổng mức chi trả cho các nhà quản lý của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam. Đây là cơ sở quan trọng giúp cho các nhà làm chính sách, nhà quản trị... xem xét mức độ và chiều hướng tác động của các yếu tố có thể ảnh hưởng đến tổng mức chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam. Từ đó, có những giải pháp nhằm hoàn thiện chính sách chi trả hướng tới việc chi trả một mức thù lao hợp lý tối ưu nhất cho nhà quản lý chủ chốt của công ty.

Các dữ liệu được phân loại, chọn lọc, mã hóa và nhập liệu vào phần mềm. Phần mềm sử dụng là office 2010 (word, excel, visio...) để thiết kế sơ đồ bảng biểu đồ, so sánh mô tả, phân tích đánh giá. Phần mềm Eview 8.0 để thống kê và phân tích tương quan. Mô hình nghiên cứu là mô hình hồi quy tuyến tính đa biến với biến phụ thuộc là kết quả của việc thực hiện chính sách chi trả cho nhà quản lý (được đo bằng tổng thu nhập chi trả cho nhà quản lý chủ chốt) của CTCP, sử dụng phần mềm Eview 8.0 để đo lường và đánh giá mối liên hệ của các yếu tố tác động tới chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết ở Việt Nam.

1.3.2.3. Mô hình nghiên cứu:

Mô hình hồi quy đa biến với biến phụ thuộc là chính sách chi trả (được đo bằng kết quả là tổng mức chi trả) đối với nhà quản lý của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam.

** Cơ sở xây dựng mô hình nghiên cứu các yếu tố tác động đến chính sách chi trả đối với nhà quản lý*

- Biến phụ thuộc:

Trong khi các yếu tố đầu vào để xác định chính sách chi trả đối với nhà quản lý của một công ty cổ phần là dựa vào kết quả hoạt động hàng năm hoặc dài hạn của CTCP được đo bằng: Kết quả hoạt động tài chính của công ty, các đo lường về Hiệu quả làm việc của cá nhân nhà quản lý và một số tiêu chí khác. (Berkshire Hilla BanCORP, 2010)

Kết quả đầu ra của việc thực thi một chính sách chi trả cho nhà quản lý của một CTCP được thể hiện thông qua 2 chỉ tiêu cơ bản; đó là: (i) Tổng mức chi trả cuối cùng cho các nhà quản lý; (ii) Cơ cấu tỷ lệ các bộ phận cấu thành trong hệ thống chi trả. Nhiều công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam có công bố tổng mức chi trả cho các nhà quản lý chủ chốt, nhưng lại có rất ít công ty niêm yết công

bố cơ cấu các khoản chi trả đó.

Do vậy, trong phạm vi nghiên cứu định lượng kiểm định mô hình đánh giá các yếu tố tác động đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam, nghiên cứu sinh sử dụng thước đo biến phụ thuộc là *tổng mức chi trả cho các nhà quản lý chủ chốt (Total manager/executives compensation – TCOM)*.

- **Biến độc lập:** Các căn cứ xác lập các biến độc lập

+ *Một là*, Chính sách chi trả đối với nhà quản lý của CTCP có tính chất tổng hợp được đánh giá phụ thuộc vào nhiều yếu tố đầu vào khác nhau, xác định dựa vào quy mô nguồn lực tài chính của công ty, kết quả hoạt động hàng năm/dài hạn của công ty, hiệu suất làm việc của nhà quản lý, cơ cấu sở hữu vốn, vai trò giám sát và quan điểm của HĐQT...

+ *Hai là*, vận dụng có chọn lọc và kết hợp các mô hình nghiên cứu đã được một số tác giả sử dụng trong đánh giá đo lường mức độ tác động của các yếu tố đến tổng mức chi trả cho các nhà quản lý của các CTCP niêm yết như: Mô hình nghiên cứu về chi trả cho nhà quản lý của các công ty niêm yết ở Thụy Điển (Usman Tariq, 2010); Mô hình chi trả cho ban điều hành/CEO của Collins G. Ntim et al (2015) và mô hình của Brick và các tác giả (2006) nghiên cứu các yếu tố tác động đến chi trả cho nhà quản lý của công ty niêm yết ở Mỹ.

Sau khi đề xuất được mô hình nghiên cứu, tác giả tiến hành xây dựng quy trình nghiên cứu để xem xét mức độ/chiều hướng tác động của các yếu tố đến tổng mức chi trả đối với nhà quản lý của các CTCP niêm yết ở Việt Nam.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Từ việc tổng quan nghiên cứu các công trình trong và ngoài nước có liên quan tới đề tài luận án, tác giả đã chỉ ra được các khoảng trống nghiên cứu tạo cơ sở cho xác định hướng nghiên cứu của luận án. Các công trình có ý nghĩa quan trọng để luận án kế thừa và phát triển, từ đó xây dựng khung nghiên cứu chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam. Nghiên cứu chỉ rõ mục tiêu, nhiệm vụ và phạm vi nghiên cứu, kết hợp phương pháp nghiên cứu định tính và định lượng để phân tích thực trạng, kiểm định sự phù hợp của mô hình và kết luận về kết quả nghiên cứu. Cuối cùng, luận án đã chỉ rõ những đóng góp mới về lý luận, thực tiễn và đặt ra các câu hỏi nghiên cứu cần phải giải quyết ở các chương tiếp theo.

CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ THỰC TIỄN VỀ CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CHO NHÀ QUẢN LÝ CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN

2.1. Lý luận chung về bộ máy quản lý và nhà quản lý của công ty cổ phần

2.1.1. Khái quát bộ máy quản lý của công ty cổ phần

Công ty cổ phần (CTCP) là một tổ chức kinh tế thực hiện hoạt động các hoạt động kinh doanh. Đây là loại hình doanh nghiệp mà vốn điều lệ được chia thành nhiều phần bằng nhau được gọi là cổ phần. Các cá nhân hay tổ chức sở hữu cổ phần được gọi là các cổ đông. Cổ đông được cấp một giấy chứng nhận sở hữu cổ phần gọi là cổ phiếu. Cổ phiếu chính là một bằng chứng xác nhận quyền sở hữu của một cổ đông đối với một CTCP và cổ đông là người có cổ phần thể hiện bằng cổ phiếu. Công ty cổ phần là một trong loại hình công ty căn bản tồn tại trên thị trường và nhất là để niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Hay theo Luật doanh nghiệp Việt Nam 2014, “*Công ty cổ phần là doanh nghiệp, trong đó:*

- *Vốn điều lệ được chia thành nhiều phần bằng nhau gọi là cổ phần;*
- *Cổ đông có thể là tổ chức, cá nhân; số lượng cổ đông tối thiểu là 03 và không hạn chế số lượng tối đa;*
- *Cổ đông chỉ chịu trách nhiệm về các khoản nợ và nghĩa vụ tài sản khác của doanh nghiệp trong phạm vi số vốn đã góp vào doanh nghiệp;*
- *Cổ đông có quyền tự do chuyển nhượng cổ phần của mình cho người khác.”*

Công ty cổ phần được chia ra thành 3 loại: Công ty cổ phần nội bộ (Private Stock Company); Công ty cổ phần đại chúng (Public Stock Company); Công ty cổ phần niêm yết (Stock Listed Company).

Việc xây dựng cơ cấu quản lý tốt luôn là vấn đề cốt lõi sống còn đối với mọi doanh nghiệp dù lớn hay nhỏ. Hạt nhân của cơ cấu tổ chức quản lý trong công ty cổ phần chính là việc xử lý tốt mối quan hệ giữa các cấp bộ phận quản lý, đặc biệt là mối quan hệ giữa HĐQT và ban điều hành. HĐQT nắm quyền chính yếu nhưng không nên can thiệp vào việc quản lý kinh doanh hằng ngày của ban điều hành. Xây dựng được bộ máy quản lý tốt, đặc biệt là đội ngũ quản lý cấp cao là yếu tố quan trọng đến sự thành công của doanh nghiệp.

Theo Griffin và Moorhead (2001): “*cơ cấu tổ chức là hệ thống các nhiệm vụ, mối quan hệ báo cáo và quyền lực nhằm duy trì sự hoạt động của tổ chức*”.

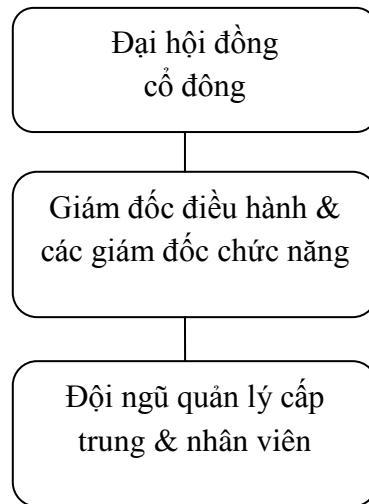
Theo Robbin (1998): “*cơ cấu tổ chức xác định các công việc, được chính thức phân công, tập hợp và phối hợp như thế nào*”

Cơ cấu tổ chức quản lý của doanh nghiệp là tổng hợp các bộ phận quản lý (đơn vị, cá nhân) được chuyên môn hoá với những trách nhiệm, quyền hạn nhất

định, có mối liên hệ phụ thuộc lẫn nhau và được bố trí theo những cấp những khâu khác nhau nhằm thực hiện các chức năng quản lý đã được xác định.

Tính đến thời điểm hiện nay, cơ cấu tổ chức bộ máy quản lý tại các CTCP đã có nhiều sự thay đổi và phát triển tùy thuộc theo pháp luật và thể chế kinh tế của từng quốc gia cũng như mức độ phát triển của từng DN, nhưng nhìn chung đều có một đặc điểm chung là chức năng của các bộ phận trong cơ cấu quản trị công ty được phân tách riêng biệt và có cơ chế kiểm soát chặt chẽ và có thể tổng kết dưới 3 mô hình cấu trúc tổ chức cơ bản dưới đây:

Mô hình 1: Ở các CTCP truyền thống quy mô nhỏ, có ít cổ đông, bộ máy tổ chức quản lý của CTCP thường dừng lại ở ban điều hành không có sự xuất hiện của HĐQT. Khi đó, các chủ sở hữu điều hành trực tiếp doanh nghiệp hoặc chỉ đạo trực tiếp giám đốc điều hành.



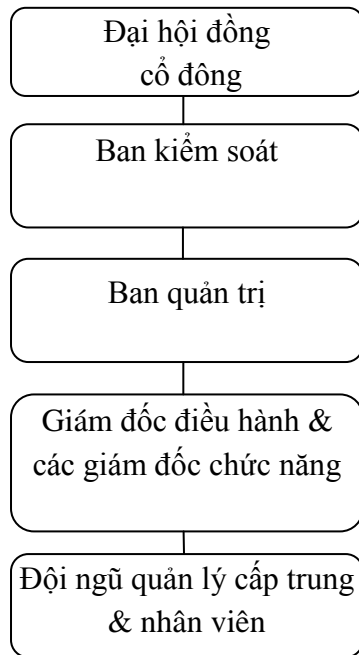
Nguồn: Lê Quân (2015)

Sơ đồ 2.1: Cơ cấu tổ chức bộ máy quản lý của công ty cổ phần truyền thống

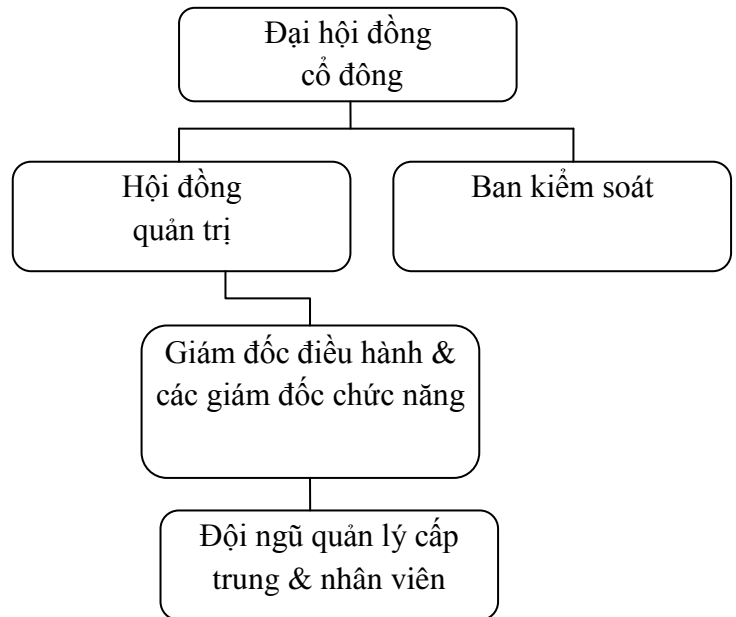
Mô hình 2: Cấu trúc HĐQT một cấp (phổ biến ở Hoa Kỳ và Anh). Ở mô hình này, các CTCP thường có xu hướng phát triển rộng hơn, quy mô lớn hơn với số lượng cổ đông nhiều hơn, khi đó tất yếu có sự xuất hiện của Ban quản trị và Ban kiểm soát với tư cách là một cơ quan đại diện cho các cổ đông khác nhau giám sát và chỉ đạo các hoạt động kinh doanh của ban điều hành. Tuy nhiên, ở mô hình 1 cấp này hoạt động của Ban kiểm soát trực tiếp nằm dưới quyền chỉ đạo của ĐHĐCĐ và có quyền giám sát, chi phối và can thiệp sâu vào các hoạt động chỉ đạo của HĐQT và Ban điều hành.

Mô hình 3: Cấu trúc HĐQT hai cấp (phổ biến ở châu Âu). Trong mô hình hai cấp, xuất hiện ban kiểm soát và ban quản trị có sự độc lập. Chức năng kiểm soát được tách độc lập để đảm bảo cao nhất, khách quan nhất quyền lợi của chủ sở hữu

và xã hội. Tại một số Quốc gia, cấu trúc bộ máy lãnh đạo quản lý cấp cao của doanh nghiệp có ban kiểm soát đứng bên cạnh độc lập với HĐQT và có vai trò giám sát HĐQT và ban điều hành trong việc quản lý và điều hành doanh nghiệp. Ban kiểm soát chịu trách nhiệm trước đại hội đồng cổ đông trong việc thực hiện nhiệm vụ được giao. Địa vị pháp lý của ban kiểm soát quy định tại luật doanh nghiệp và các điều lệ của công ty không cho phép ban kiểm soát can thiệp sâu cũng như không được chỉ đạo hoạt động của HĐQT.



Mô hình 1 cấp



Mô hình 2 cấp

Nguồn: Lê Quân (2015)

Sơ đồ 2.2: Cơ cấu tổ chức bộ máy quản lý của công ty cổ phần hiện đại

Ngoài ra, trong 2 mô hình tổ chức bộ máy quản lý hiện đại (mô hình 2 và mô hình 3), HĐQT còn có sự xuất hiện của “thành viên HĐQT độc lập cũng nhằm bảo vệ quyền lợi của chủ sở hữu, kiểm soát hoạt động của bộ máy quản lý, điều hành doanh nghiệp. Bởi vì, CTCP luôn tồn tại nguy cơ xung đột về lợi ích giữa các cổ đông công ty với tư cách là người sở hữu vốn với bên kia là những người quản lý điều hành công ty với tư cách là người trực tiếp sử dụng vốn.”

Trên thực tế, những người quản lý, điều hành có thể không phải là những cổ đông nắm giữ đa số cổ phần của công ty nhưng có quyền quản lý điều hành công ty, trực tiếp sử dụng vốn. Như vậy, hoàn toàn có thể xảy ra nguy cơ những người này sẽ ưu tiên quyền lợi của cá nhân hoặc lợi ích của nhóm mình mà bỏ qua lợi ích của cổ đông nói chung. Đây chính là nguyên nhân dẫn đến nảy sinh vấn đề đại diện ở các CTCP, mà qua đó cần có một chính sách chi trả hợp lý nhằm đãi ngộ các nhà quản lý

hoạt động vì lợi ích của công ty hay của các cổ đông.

*** Chức năng, nhiệm vụ của từng cơ quan trong bộ máy quản lý của CTCP:**

Đại hội đồng cổ đông (ĐHĐCĐ) gồm tất cả cổ đông có quyền biểu quyết, là cơ quan quyết định cao nhất của CTCP. Đại hội đồng bất thường/thành lập được triệu tập để tiến hành các thủ tục thành lập, thảo luận và thông qua Điều lệ công ty.

Hội đồng Quản trị (hay Ban quản trị - HĐQT) do các chủ sở hữu bầu ra để thay mặt họ quản lý và điều hành công ty. “HĐQT là cơ quan quản lý công ty, có toàn quyền nhân danh công ty để quyết định mọi vấn đề liên quan đến mục đích, quyền lợi của công ty, trừ những vấn đề thuộc thẩm quyền của ĐHCĐ. Thành viên HĐQT do đại hội cổ đông bầu, miễn nhiệm, bãi nhiệm. HĐQT bầu chủ tịch HĐQT trong số thành viên HĐQT”.

Nhiệm vụ của HĐQT: Xây dựng giá trị công ty và các chính sách giám sát công ty nhằm đảm bảo rằng việc kinh doanh được thực hiện một cách có hiệu quả, có đạo đức và ngay thẳng. Bảo đảm công ty tuân thủ với tất cả các quy định của pháp luật, đầy đủ và kịp thời. Xây dựng các mục tiêu chiến lược dài hạn cho công ty phù hợp với lợi ích cao nhất của cổ đông. Xác định trách nhiệm của ban điều hành và cách thức đánh giá hiệu quả làm việc của họ. Việc đánh giá hiệu quả hoạt động của nhà quản lý điều hành cần được thực hiện ở tất cả các lĩnh vực hoạt động của công ty. Thuê, chi trả lương thưởng và định kỳ đánh giá hiệu quả hoạt động điều hành của nhà quản lý điều hành (CEO).

Thành phần của HĐQT: Để bảo đảm các thành viên HĐQT tận tâm phục vụ cho lợi ích các cổ đông thường phải có thành viên HĐQT là độc lập. Nhiều công ty có sự kiêm nhiệm giữa chủ tịch và CEO. Điều này giúp cho HĐQT có kiến thức và kinh nghiệm sâu hơn về hoạt động cũng như chiến lược của công ty.

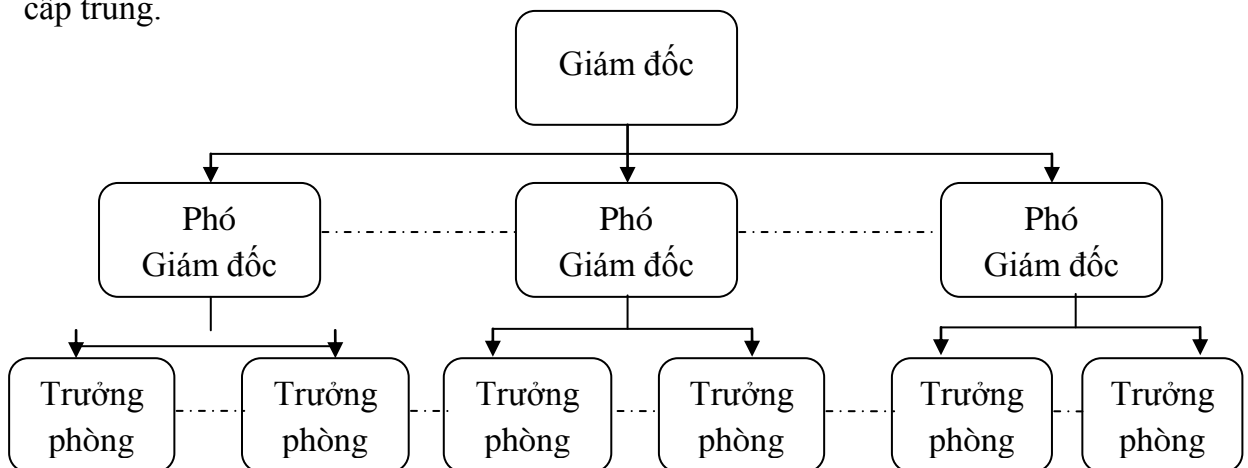
Ban điều hành là tập hợp những cá nhân đảm nhận những chức vụ điều hành cao cấp nhất trong CTCP, đứng đầu là giám đốc điều hành (giám đốc hay tổng giám đốc) được HĐQT bổ nhiệm để quản lý và điều hành doanh nghiệp. Ban điều hành được giao phó quản lý các hoạt động hàng ngày của doanh nghiệp, thực hiện các chỉ đạo, nghị quyết, kết luận của HĐQT, đại hội đồng cổ đông. Ban điều hành hoạt động theo nguyên tắc *lãnh đạo trực tuyến* cấp trên và cấp dưới. Theo thông lệ quốc tế, ban điều hành có thể viết tắt là BOM (Board of Management), EB (Executive Board) hoặc EC (Executive Committee). Tại Việt Nam, thuật ngữ ban giám đốc hay ban tổng giám đốc được sử dụng phổ biến hơn. Ban giám đốc được hiểu bao gồm giám đốc và các phó giám đốc hoặc các giám đốc chức năng. Đứng đầu ban điều hành là giám đốc điều hành (tổng giám đốc), ngoài ra thành viên ban điều hành còn có các phó

giám đốc hay các giám đốc chức năng. Ban điều hành trực tiếp chỉ đạo các hoạt động của CTCP để thực hiện các mục tiêu theo kế hoạch kinh doanh được HĐQT phê duyệt.

Cấu trúc tổ chức bộ máy Ban điều hành:

Ban điều hành có cấu trúc hình tháp với các cấp bậc quản trị từ cao xuống thấp. Quyền hạn và trách nhiệm của ban điều hành ủy quyền từ trên xuống và trách nhiệm giải trình được thực hiện từ dưới lên. Thông thường, giám đốc điều hành – tổng giám đốc (CEO) do HĐQT bổ nhiệm, miễn nhiệm và ký hợp đồng lao động. HĐQT quyết định bổ nhiệm, miễn nhiệm các thành viên ban điều hành là các phó giám đốc hoặc giám đốc chức năng. Cấu trúc của ban điều hành được tổ chức thành hai loại:

- Một là, *cấu trúc tổ chức truyền thống*: Ban điều hành thường bao gồm giám đốc và các phó giám đốc phụ trách các mảng công việc chức năng. Trong cấu trúc này, phó giám đốc là người tham mưu, giúp việc cho giám đốc về các mảng công việc do mình phụ trách, hỗ trợ chỉ đạo các trưởng phòng, trưởng bộ phận hay quản lý cấp trung.



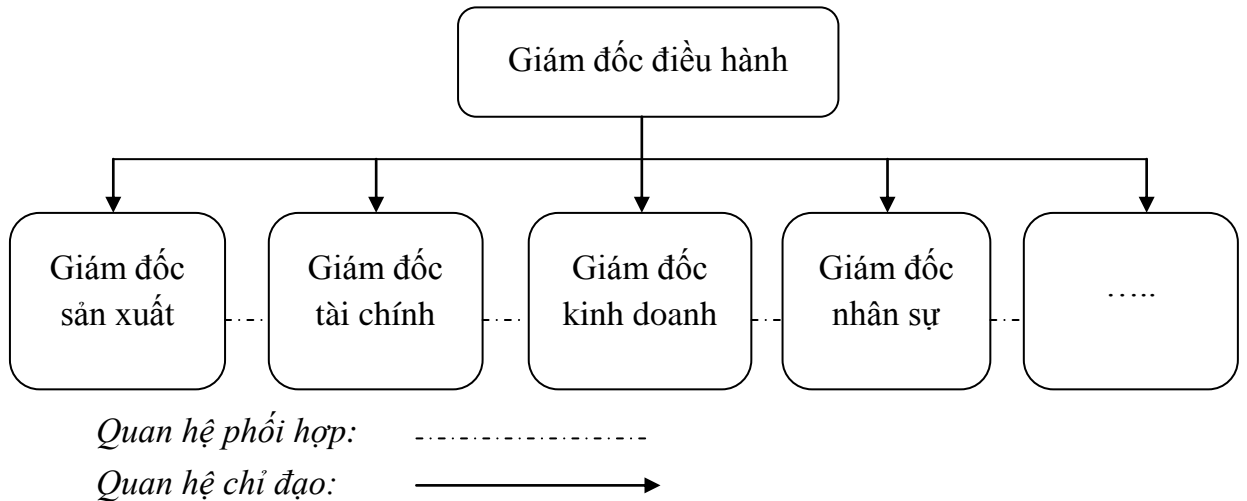
Quan hệ phối hợp: -----

Quan hệ chỉ đạo: ----->

Sơ đồ 2.3: Cấu trúc tổ chức truyền thống của ban điều hành

Nguồn: Lê Quân (2015)

Hai là, *cấu trúc hiện đại và phổ biến hiện nay*: Ban điều hành gồm giám đốc điều hành (tổng giám đốc) và các giám đốc chức năng như giám đốc tài chính, giám đốc kinh doanh, giám đốc sản xuất, giám đốc nhân sự, giám đốc marketing. Theo cấu trúc này, các giám đốc chức năng chịu trách nhiệm về một mảng hoạt động của doanh nghiệp, họ được phân cấp mạnh, và được coi là quản lý cấp cao của CTCP.



Sơ đồ 2.4: Cấu trúc tổ chức ban điều hành với các giám đốc chức năng

Nguồn: Lê Quân (2015)

Quy mô ban điều hành phụ thuộc vào quy mô, đặc thù, lĩnh vực ngành nghề hoặc/và mức độ đa dạng các hoạt động trong chuỗi cung ứng của công ty cổ phần. Quy mô của ban điều hành cũng có ảnh hưởng tới quá trình ra quyết định của ban điều hành. Ban điều hành có quy mô lớn với các giám đốc chức năng được giao chuyên môn hóa sâu và tự chủ trong công việc sẽ tăng khả năng giải quyết các vấn đề phát sinh trong công ty vì khi đó ban điều hành có nhiều thông tin đầu vào trong ra quyết định, bên cạnh đó việc trao đổi giữa các thành viên cũng sẽ đưa ra được nhiều lựa chọn và cách giải quyết vấn đề.

Bên cạnh những ưu điểm kể trên, vấn đề tiêu cực có thể phát sinh trong quá trình làm việc với ban điều hành theo cấu trúc hiện đại là sự phối hợp giữa các thành viên và cơ chế giao tiếp giữa các thành viên trong ban điều hành.

Tóm lại, dù bộ máy quản lý của các CTCP có những đặc điểm khác nhau, được tổ chức dưới bất kỳ mô hình nào đi chăng nữa, thì vấn đề mâu thuẫn đại diện giữa những nhà quản lý chủ chốt và các cổ đông (người sở hữu) vẫn luôn diễn ra. Vai trò của nhà quản lý chủ chốt trong bộ máy của CTCP là hết sức quan trọng. Sự thành công chung của CTCP, không thể nằm ngoài những quyết định mang tính khó khăn của họ. Lý luận và thực tiễn cho thấy, kết quả sản xuất kinh doanh của một CTCP phụ thuộc rất nhiều vào những người quản lý điều hành, đặc biệt là người đứng đầu. Phẩm chất, năng lực và nỗ lực của họ quyết định doanh nghiệp được điều hành như thế nào và do vậy có quan hệ chặt chẽ với các chỉ tiêu như lợi nhuận, tốc độ tăng trưởng... Trên thực tế, những người quản lý điều hành có thể không phải là những cổ đông nắm giữ đa số cổ phần của công ty nhưng có quyền quản lý điều hành công ty, trực tiếp sử dụng vốn. Như vậy, hoàn toàn có thể xảy ra nguy cơ

những người này sẽ ưu tiên quyền lợi của cá nhân hoặc lợi ích của nhóm mình mà bỏ qua lợi ích của cổ đông nói chung. Đây chính là nguyên nhân dẫn đến vấn đề phát sinh chi phí đại diện trong các CTCP mà đòi hỏi cần phải có một hệ thống chính sách chi trả khoa học và hợp lý đối với nhà quản lý để một mặt khuyến khích họ nỗ lực để thực hiện theo những mục tiêu của các cổ đông, mặt khác phải có biện pháp để kiểm soát các động cơ làm việc của nhà quản lý mà không vì lợi ích chung của doanh nghiệp và của chính các cổ đông.

2.1.2. Nhà quản lý công ty cổ phần

2.1.2.1. Khái niệm nhà quản lý công ty cổ phần

Nhà quản lý là danh từ chung để chỉ tất cả những người thực hiện chức năng quản lý trong một tổ chức nhất định (tổ chức đó có thể là một tổ chức kinh doanh hay phi kinh doanh. Thuật ngữ “Nhà quản lý” được dùng dưới nhiều tên gọi khác nhau. Trước đây, hay sử dụng các tên: thầy cai, thầy đội, đốc công... Ngày nay, là sếp, thủ trưởng, lãnh đạo...

Nhà quản lý đóng vai trò then chốt đối với việc thành bại của doanh nghiệp. Tuy nhiên, người đảm nhiệm và người đánh giá nhà quản lý đôi khi cũng chưa hiểu rõ khái niệm nhà quản lý, chưa nắm chắc vai trò của họ đối với doanh nghiệp và cũng không nắm rõ nghĩa vụ, quyền lợi và công việc quản lý. Sự nhập nhằng, không chính xác trong việc vận dụng khái niệm nhà quản lý có thể ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả trong hoạt động tại không ít doanh nghiệp. Bởi vậy, hiểu rõ khái niệm Nhà quản lý là rất quan trọng.

Nhà quản lý (manager) là người đảm nhận trách nhiệm dẫn dắt, lãnh đạo, hướng dẫn hoạt động quản lý cho một tổ chức hay một nhóm đối tượng quản lý nhất định thông qua việc sử dụng các nguồn tài nguyên khác nhau về nhân lực, tài chính, vật tư, tri thức và giá trị vô hình làm cho tổ chức ấy hoàn thành được những mục tiêu nhất định. Một tổ chức, hay một nhóm đối tượng quản lý có thể thuộc bên sản xuất hay dịch vụ, kinh doanh hay phi lợi nhuận, thuộc khu vực tư hay khu vực công, hành chính hay sự nghiệp...

Ở mỗi lĩnh vực khác nhau đòi hỏi mỗi nhà quản lý phải có những kiến thức, kỹ năng, kinh nghiệm và công cụ hỗ trợ quản lý khác nhau. Các loại quản lý có thể có như: quản lý các quá trình phát triển, quản lý dự án, quản lý công nghệ, quản lý môi trường, quản lý chất lượng, quản lý tài chính, quản lý công, quản lý xã.

Nhà quản lý doanh nghiệp đối với công ty công ty cổ phần đóng vai trò rất quan trọng trong việc quản lý, điều hành các hoạt động của công ty.

Theo Luật Doanh nghiệp Việt Nam 2015, "*Người quản lý doanh nghiệp là*

người quản lý công ty và người quản lý doanh nghiệp tư nhân, bao gồm chủ doanh nghiệp tư nhân, thành viên hợp danh, Chủ tịch Hội đồng thành viên, thành viên Hội đồng thành viên, Chủ tịch công ty, Chủ tịch HĐQT, thành viên HĐQT, Giám đốc hoặc Tổng giám đốc và cá nhân giữ chức danh quản lý khác có thẩm quyền nhân danh công ty ký kết giao dịch của công ty theo quy định tại Điều lệ công ty" (Khoản 18 Điều 4 Luật doanh nghiệp 2014).

Như vậy, theo quy định của Luật doanh nghiệp, tùy thuộc vào từng loại hình công ty mà nhà quản lý doanh nghiệp được quy định khác nhau có thể là chủ doanh nghiệp tư nhân đối với doanh nghiệp tư nhân, thành viên hợp danh đối với công ty hợp danh, Chủ tịch Hội đồng thành viên đối với công ty trách nhiệm hữu hạn, Giám đốc, tổng giám đốc... Ngoài ra, trong trường hợp Điều lệ công ty có quy định thì người quản lý doanh nghiệp cũng có thể là cá nhân khác giữ chức danh quản lý có quyền nhân danh công ty ký kết các giao dịch.

Đối với công ty cổ phần, nhà quản lý được xác định dựa trên những yếu tố như vị trí, nhiệm vụ và hoạt động của nhà quản lý doanh nghiệp. Nhà quản lý trong CTCP bao gồm: Chủ tịch HĐQT, thành viên HĐQT, Tổng giám đốc, giám đốc điều hành (CEO - Chief Executive Officer) và các thành viên ban quản lý điều hành chủ chốt khác theo quy định. Tuy nhiên, vai trò quản lý công ty của các thành viên HĐQT thì “yếu” hơn, thay vào đó là vai trò lãnh đạo “mạnh” hơn.

Trong một CTCP, bộ máy quản lý có thể được chia thành nhiều cấp bậc từ trên xuống dưới như cấp cao, cấp trung hay cấp cơ sở. Song, ở góc độ nghiên cứu của luận án cũng như khi bàn đến vai trò của nhà quản lý với tư cách là người đại diện cho các cổ đông đứng ra quản lý điều hành cả doanh nghiệp thì họ chính là những nhà quản lý cấp cao giữ vị trí chủ chốt trong CTCP. Điều này hoàn toàn phù hợp với quan điểm được ghi nhận theo Luật Doanh nghiệp Việt Nam 2015 cũng như thuật ngữ được dùng phổ biến trong xã hội khi nói về nhà quản lý.

Vậy, vị trí của Nhà quản lý trong CTCP chính là nhóm các nhà quản lý chủ chốt ở cấp bậc tối cao trong tổ chức, chịu trách nhiệm về thành quả cuối cùng trong tổ chức. Trong CTCP, nhà quản lý ở đây được hiểu là các thành viên Ban điều hành (Ban giám đốc hay Ban tổng giám đốc). Ban giám đốc hay Ban điều hành là một phần quan trọng trong hệ thống quản lý nội bộ của công ty cổ phần. Thành viên của Ban giám đốc hay Ban điều hành gồm: Tổng giám đốc (Giám đốc), các Phó Tổng giám đốc (Phó giám đốc), Kế toán trưởng và các giám đốc chức năng (nếu có).

Các quyết định của các nhà quản lý cao cấp thường mang tính dài hạn. Quyết định của các nhà quản lý cao cấp phải dựa trên các quá trình phân tích, chỉ đạo, các

nghiên cứu liên quan tới nhận thức, hành vi, mức độ tham gia hoạt động kinh doanh của các nhân viên. Về mặt bản chất, nhà quản lý cao cấp chính là người điều hành cả doanh nghiệp.

Đứng đầu ban điều hành hay ban tổng giám đốc là Tổng giám đốc hay Giám đốc điều hành (CEO). Đây là vị trí quan trọng nhất, mang tính “chìa khóa”, để tạo nên sự chuyên nghiệp ấy cho tất cả mọi công đoạn trong tổ chức và hoạt động doanh nghiệp, kể cả khâu sản xuất, kinh doanh hay xây dựng thương hiệu. Giám đốc hay Tổng giám đốc (CEO) là người quản lý điều hành các công việc kinh doanh hàng ngày của công ty; Do HĐQT bổ nhiệm và chịu sự giám sát của HĐQT và chịu trách nhiệm trước HĐQT và trước pháp luật về việc thực hiện các quyền và nhiệm vụ được giao. Trong tiếng Anh, ngoài CEO cũng còn có nhiều từ định danh khác nhau như Director, General Director, General Manager... Nói chung đây là người quản lý điều hành cao nhất của một doanh nghiệp và thường là người đại diện cho doanh nghiệp về mặt pháp luật trong trường hợp điều lệ công ty không quy định chủ tịch HĐQT là người đại diện theo pháp luật.

Nhiệm vụ của các nhà quản lý chủ chốt là đẩy mạnh tăng trưởng, tăng hiệu quả hoạt động và tăng lợi nhuận, đồng thời thu hút và đào tạo những tài năng mới để tiếp tục duy trì sự ổn định và phát triển của công ty. Hai nhiệm vụ quyết định mà một nhà quản lý cấp cao phải làm được là xây dựng và duy trì một mô hình kinh doanh thành công và xây dựng một tổ chức thật sự hiệu mình.

Tóm lại, Nhà quản lý là một thuật ngữ được sử dụng rất phổ biến, có nhiều cách hiểu và quan điểm khác nhau về thuật ngữ này. Tuy nhiên, theo quan điểm của tác giả dù nhìn nhận theo cách nào, thì một nhà quản lý doanh nghiệp nói chung, nhà quản lý CTCP nói riêng đều phải đảm bảo được các yếu tố cơ bản như: khả năng tạo chiến lược, giải quyết vấn đề lớn, khả năng truyền cảm hứng, khả năng gây ảnh hưởng. *Như vậy, theo cách hiểu đơn giản nhất, nhà quản lý CTCP là người nắm giữ những vị trí quản lý chủ chốt có khả năng dẫn dắt điều hành trực tiếp các hoạt động của các bộ phận khác nhau trong công ty đi theo một chiến lược chung nhằm đạt được các mục tiêu kế hoạch do ban lãnh đạo công ty đề ra trong từng giai đoạn.* Trong phạm vi nghiên cứu của luận án, nhà quản lý CTCP gắn với nội dung chính sách chi trả cho họ của các CTCP chính là các nhà quản lý điều hành chủ chốt trong CTCP, bao gồm: Tổng giám đốc/Giám đốc điều hành (CEO) và các thành viên ban điều hành/ban giám đốc.

2.1.2.2. Vai trò của nhà quản lý công ty cổ phần

Henry Mintzberg (1960) đã nghiên cứu về nhà quản lý và đã đưa ra kết luận

rằng “các nhà quản lý trong một tổ chức phải thực hiện mười vai trò khác nhau. Mười vai trò quản lý này được tác giả sắp xếp chung vào trong 3 nhóm: (1) vai trò quan hệ với con người, (2) vai trò thông tin, và (3) vai trò quyết định.”

Trong các CTCP, mỗi nhà quản lý khác nhau ở các vị trí quản lý khác nhau cũng sẽ có những vai trò nhất định trong tổ chức. ví dụ vai trò của chủ tịch HĐQT sẽ khác với vai trò của tổng giám đốc sẽ khác với các thành viên ban giám đốc/ban điều hành hay vai trò của các thành viên HĐQT. Nếu như vai trò của các CEO là một loạt các vấn đề như hoạch định chiến lược, phát triển sản phẩm mới, xây dựng thương hiệu, tài chính, đầu tư... Thì HĐQT lại có vai trò quan trọng như người giám sát, làm giảm nguy cơ lạm dụng quyền hạn của những người quản lý, điều hành, góp phần bảo vệ lợi ích chính đáng của cổ đông, đặc biệt là các cổ đông nhỏ. Tuy có những điểm khác nhau như vậy nhưng dựa trên nghiên cứu của Henry Mintzberg (1960) chúng ta có thể đi đến kết luận về những điểm chung về cá vai trò của các nhà quản lý trong CTCP như sau:

Tuy có sự phân chia thành các nhóm vai trò khác nhau như vậy, nhưng giữa các nhóm vai trò đó có một sự liên hệ rất mật thiết. Ví dụ như nhà quản lý không thể có các quyết định đúng nếu vai trò thông tin không được thực hiện tốt.

Thứ nhất, nhóm vai trò quan hệ với con người

Nhóm vai trò quan hệ với con người bao gồm khả năng phát triển và duy trì mối quan hệ với người khác một cách có hiệu quả. Sống và làm việc trong một doanh nghiệp mọi cá nhân thường có các quan hệ chặt chẽ và mật thiết với nhau, nhưng với tư cách là nhà quản lý chủ chốt họ thường có những vai trò cơ bản sau:

- Vai trò đại diện: Là những nhân sự chủ chốt đứng đầu CTCP, các nhà quản lý thực hiện các hoạt động với tư cách là người đại diện, là biểu tượng cho tập thể, có tính chất nghi lễ trong tổ chức. Tùy theo vị trí trong sự phân cấp quản lý mà vai trò đại diện của mỗi nhà quản lý sẽ được cụ thể hóa khác nhau. Ví dụ các nhà quản lý có thể đại diện công ty để tham gia những công việc như dự và phát biểu khai trương chi nhánh mới, chào đón khách, tham dự tiệc cưới của thuộc cấp, đãi tiệc khách hàng ... còn việc đại diện công ty để ký kết các hợp đồng kinh tế thì phải là tổng giám đốc (CEO) hoặc người đại diện khác trong ban điều hành theo quy định pháp luật và điều lệ của CTCP.

- Vai trò lãnh đạo: đòi hỏi nhà quản lý phải xây dựng được mối quan hệ với cộng sự và cấp dưới như: Tiếp xúc và thúc đẩy động lực làm việc; Phối hợp và kiểm tra công việc của nhân viên dưới quyền. Một số công việc như tuyển dụng, đào tạo, hướng dẫn, và khích lệ nhân viên là một vài ví dụ về vai trò này của nhà quản lý.

- Vai trò liên lạc: tập trung vào việc xây dựng và duy trì các mối quan hệ với cá nhân tổ chức khác ở trong hay ngoài công ty, để nhằm góp phần hoàn thành công việc được giao cho đơn vị của họ. Ví dụ như tiếp xúc với khách hàng và những nhà cung cấp. Vai trò này giúp các nhà quản lý xây dựng mạng lưới làm việc cần thiết để thực hiện các vai trò quan trọng khác.

Thứ hai, nhóm vai trò thông tin

Vai trò thông tin gắn liền với việc tiếp nhận thông tin và truyền đạt thông tin sao cho nhà quản lý thể hiện một trung tâm đầu não của tổ chức. Các hoạt động về quản lý chỉ thực sự có cơ sở khoa học và có hiệu quả khi nó được xử lý, được thực thi trên cơ sở các thông tin chính xác, đầy đủ và kịp thời. Thông tin không chỉ cần cho các nhà quản lý mà chính bản thân nó cũng giữ những vai trò cực kỳ quan trọng trong lĩnh vực này. Nghiên cứu về vai trò thông tin của các nhà quản lý, chúng ta thấy:

- Vai trò thu thập và tiếp nhận các thông tin: Nhà quản lý đảm nhiệm vai trò thu thập bằng cách thường xuyên xem xét, phân tích bối cảnh xung quanh tổ chức để nhận ra những tin tức, những hoạt động và những sự kiện có thể đem lại cơ hội tốt hay sự đe dọa đối với hoạt động của công ty. Vai trò thu thập thông tin là nắm bắt thông tin cả bên trong và bên ngoài doanh nghiệp. Công việc này được thực hiện qua việc đọc báo chí, văn bản và qua trao đổi, tiếp xúc với mọi người v.v...

- Vai trò phổ biến/truyền đạt thông tin: Vai trò này hoạt động theo hai cách: cách thứ nhất, nhà quản trị truyền đạt những thông tin tiếp nhận được từ bên ngoài đến các thành viên trong nội bộ doanh nghiệp, những người có thể sử dụng những thông tin này; thứ hai, nhà quản trị giúp truyền đạt những thông tin từ cấp dưới này đến cấp thấp hơn hoặc đến các thành viên khác trong tổ chức, những người có thể sử dụng thông tin một cách hiệu quả nhất. Nhà quản lý là người phổ biến thông tin cho mọi người, mọi bộ phận có liên quan, có thể là thuộc cấp, người đồng cấp hay thượng cấp.

- Vai trò phát ngôn/phổ biến cung cấp thông tin: Nhà quản lý là người có trách nhiệm và quyền lực thay mặt CTCP phát ngôn những tin tức ra bên ngoài với mục đích giải thích, bảo vệ các hoạt động của công ty hay tranh thủ thêm sự ủng hộ cho công ty. Nội dung các thông tin phổ biến ra bên ngoài bao gồm các vấn đề như kế hoạch, chính sách, kết quả hoạt động của công ty. Do đó, nhà quản lý tìm kiếm thông tin trong vai trò giám sát, truyền đạt thông tin với nội bộ và sau đó kết hợp việc cung cấp thông tin quan trọng theo yêu cầu của vai trò quyết định.

Thứ ba, nhóm vai trò quyết định

Nhóm vai trò quyết định bao gồm việc ra những quyết định quan trọng có ảnh

hưởng đến CTCP. Nhóm vai trò cuối cùng này bao gồm 4 vai trò mô tả nhà quản lý là người quyết định: vai trò doanh nhân, vai trò người giải quyết xáo trộn, vai trò người phân phối tài nguyên và vai trò nhà thương thuyết.

- Vai trò doanh nhân hay còn gọi là vai trò cách tân: Xuất hiện khi nhà quản lý tìm cách cải tiến hoạt động của tổ chức. Với vai trò này, nhà quản lý là người luôn ở điểm gốc của mọi thay đổi và cải tiến, khai thác các cơ hội mới. Việc này có thể được thực hiện bằng cách áp dụng một kỹ thuật mới vào một tình huống cụ thể, hoặc nâng cấp điều chỉnh một kỹ thuật đang áp dụng.

- Vai trò người giải quyết xáo trộn: Nhà quản lý CTCP là người phải kịp thời đối phó với những biến cố bất ngờ nảy sinh hay những khó khăn không lường trước được làm xáo trộn hoạt động bình thường của doanh nghiệp như mâu thuẫn về quyền lợi, khách hàng thay đổi... nhằm đưa tổ chức sớm trở lại sự ổn định.

- Vai trò người phân phối các nguồn lực của doanh nghiệp: Khi các nguồn lực trở nên khan hiếm mà lại có nhiều yêu cầu, nhà quản lý CTCP phải dùng đúng các nguồn lực/tài nguyên, phân phối các nguồn lực/tài nguyên cho các bộ phận đảm bảo sự hợp lý và tính hiệu quả cao. Nguồn lực của doanh nghiệp đó có thể là tiền bạc, thời gian, quyền hành, trang bị, hay con người. Thông thường, khi nguồn lực dồi dào, mọi nhà quản lý đều có thể thực hiện vai trò này một cách dễ dàng. Nhưng khi nguồn lực khan hiếm, quyết định của nhà quản lý trong vấn đề này sẽ khó khăn hơn, vì nó có thể ảnh hưởng lớn đến kết quả hoạt động của một bộ phận đơn vị hay thậm chí của toàn thể công ty.

- Vai trò đàm phán: Nhà quản lý thay mặt đại diện cho công ty thương thuyết, đàm phán, ký kết các hợp đồng, ảnh hưởng tùy theo vị trí trách nhiệm của từng nhà quản lý trong quá trình hoạt động, trong các quan hệ với những đơn vị khác, với xã hội.

Trong các cuộc tiếp xúc làm ăn, nhà quản lý phải là một chuyên gia trong lĩnh vực ngoại giao. Làm ăn thời mở cửa đa phần là các cuộc tiếp xúc, muốn thành đạt phải học cách thương lượng. Mềm dẻo kết hợp với cứng rắn và cương quyết, lý trí cùng với nhân bản là bí quyết thành công trong thương lượng với đối tác.

Như vậy, mười vai trò này liên hệ mật thiết với nhau và bất cứ lúc nào trong hoạt động của mình, nhà quản lý CTCP có thể phải thực hiện nhiều vai trò cùng một lúc, song tầm quan trọng của các vai trò thay đổi tùy vào từng thời điểm cũng như theo từng vị trí cụ thể của từng nhà quản lý trong bộ máy của CTCP.

2.2. Chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần

2.2.1. Lý thuyết chi phí đại diện và vai trò của chính sách chi trả cho nhà quản lý trong việc giải quyết xung đột đại diện trong công ty cổ phần

2.2.1.1. Lý thuyết chi phí đại diện

Khái niệm về chi phí đại diện được đề cập nhiều nhất vào những năm 1980 do hai học giả Michael Jensen và William Meckling (1976) trình bày trong các hội thảo và tạp chí tài chính quốc tế. Lý thuyết đại diện đề cập đến cái gọi là mâu thuẫn đại diện, hay mâu thuẫn lợi ích giữa người đại diện và người chủ sở hữu. Và khi vấn đề đại diện xuất hiện sẽ làm phát sinh chi phí đại diện. Đặc biệt, hai ông đã đưa ra bốn nhận định cơ bản sau: (i) Chi phí đại diện gắn với cấu trúc vốn hiệu quả; (ii) Chi phí đại diện là quan hệ cơ bản chủ sở hữu và ban điều hành; (iii) Chi phí đại diện góp phần tối ưu vốn chủ; (iv) Chi phí đại diện tối ưu nợ và gia tăng cơ hội đầu tư.

Theo tác giả Thân Thị Thu Thủy và cộng sự (2014), “Chi phí đại diện là loại chi phí để duy trì một mối quan hệ đại diện hiệu quả”. Ví dụ một khoản tiền thưởng vì những gì đã thể hiện của nhà quản lý để khuyến khích họ làm việc vì lợi ích của các cổ đông. Cũng theo nhóm tác giả này, chi phí đại diện là tổng của các loại chi phí: “chi phí giám sát (monitoring cost)” để giám sát hoạt động của người đại diện, như là chi phí kiểm toán; “chi phí ràng buộc (bonding cost)” để thiết lập một bộ máy có thể tối thiểu những hành vi quản trị không mong muốn, như là bổ nhiệm những thành viên bên ngoài vào ban điều hành hay tái thiết lập hệ thống tổ chức của công ty; và “mất mát phụ trội (residual loss)” hay chi phí cơ hội khi các cổ đông thuê người đại diện và buộc phải đưa ra các hạn chế, ví dụ những thiệt hại do người đại diện lạm dụng quyền được giao để tư lợi, những thiệt hại do việc đặt ra quy định đối với quyền bỏ phiếu của cổ đông về những vấn đề cụ thể, thiệt hại từ những biện pháp kiểm soát hoạt động của người đại diện.

* Nguồn gốc phát sinh vấn đề đại diện

Vấn đề đại diện xuất phát từ nhiều nguyên nhân nhưng nhìn chung có hai nhóm nguyên nhân chính; bao gồm:

(1) *Mâu thuẫn lợi ích trong nội bộ công ty cổ phần*: Các mâu thuẫn này tồn tại do sự phân chia quyền sở hữu và quyền quản lý tài sản trong công ty. Đó là các mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông và người đại diện quản lý; và mâu thuẫn giữa chủ nợ và cổ đông của công ty.

- *Do mâu thuẫn giữa các cổ đông (chủ sở hữu) và người đại diện (nhà quản lý)*: Trong công ty cổ phần, đây được xem là loại mâu thuẫn cơ bản nhất do sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý trong mô hình doanh nghiệp hiện đại. Chủ

sở hữu của các công ty cổ phần ngày nay có xu hướng sẽ thuê một giám đốc đại diện cho mình điều hành công ty, người giám đốc điều hành này sẽ phải đáp ứng các yêu cầu mà các ông chủ đề ra như: được đào tạo một cách chuyên nghiệp, có năng lực điều hành công ty với mục tiêu tối đa hóa lợi ích cho các ông chủ, có đạo đức nghề nghiệp để không trục lợi cho bản thân,... Ngược lại, “*hợp đồng đại diện*” này sẽ mang lại cho các giám đốc – người làm thuê những lợi ích không nhỏ, họ được quyền ra quyết định và thực hiện các hoạt động mà được cho là sẽ đem lại lợi ích cho các cổ đông, họ được hưởng lương và các khoản lợi tức khác từ công việc quản trị công ty, họ có cơ hội nâng cao uy tín quản trị của mình khi công ty hoạt động hiệu quả, từ đó nâng cao vị thế của mình trong thị trường lao động,... Khi bỏ tiền ra thuê người đại diện điều hành công ty, các cổ đông – chủ sở hữu - của công ty mong muốn mọi hoạt động của người đại diện đều nhằm mục đích tối đa hoá giá trị tài sản của công ty, nâng cao thị giá của cổ phiếu, gia tăng cổ tức. Trong khi đó, người đại diện – người điều hành – của công ty lại có những lợi ích cá nhân riêng biệt, họ có thể trực tiếp quyết định hay ngụy tạo ra các lý do khiến cho các ông chủ không thực hiện đầu tư vào những dự án có tỷ suất sinh lợi cao vì tâm lý e ngại rủi ro, hoặc quyết định đầu tư vào những dự án không đem lại lợi nhuận tối ưu cho công ty nhưng lại đem lại lợi nhuận cho ví riêng của họ, hay thậm chí với những thông tin và quyền lực có được từ việc điều hành công ty, họ có thể giúp ví tiền của thân nhân họ nhiều thêm mà không cần quan tâm đến lợi nhuận hay những hậu quả mà công ty sẽ phải gánh chịu. Những mâu thuẫn trong lợi ích của 2 chủ thể này cho ta thấy rất rõ sự tồn tại của vấn đề đại diện trong công ty cổ phần.

- *Do mâu thuẫn đại diện giữa các cổ đông và chủ nợ:*

Bên cạnh mâu thuẫn đại diện giữa cổ đông và người điều hành, mâu thuẫn đại diện thứ hai liên quan đến công ty cổ phần là giữa chủ nợ và các cổ đông. Lúc này, các cổ đông lại trở thành người đại diện cho các chủ nợ. Những cá nhân hay tổ chức có tiền đồng ý giao tiền của mình cho các cổ đông của một công ty cổ phần để họ đại diện thực hiện việc đầu tư, mang lại lợi ích cho cả hai. Quyết định giao tiền của các cá nhân hay tổ chức này dựa trên cơ sở việc đáp ứng được một số yêu cầu từ phía các công ty, đại diện là các cổ đông, như: mức độ hiệu quả trong hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty, tỷ suất sinh lợi của dự án đầu tư, khả năng gia tăng lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty trong tương lai, khả năng trả nợ,... Ngược lại, các cổ đông khi được vay tiền có thể thực hiện đầu tư vào các dự án nhằm mang lại lợi ích tối đa cho công ty mình.

(2) *Thông tin bất cân xứng:* Vấn đề thông tin bất cân xứng tồn tại giữa người

sở hữu và người quản lý là một dạng điển hình của dạng chi phí này. Người đại diện (nhà quản lý DN) chính là người làm việc thay mặt cho người sở hữu, nói cách khác là các cổ đông của doanh nghiệp. Thông thường cổ đông của doanh nghiệp không hoặc rất ít có điều kiện giám sát thường xuyên từng hành động của người quản trị. Đây là một điểm dễ làm phát sinh tình trạng thông tin bất cân xứng và tiếp tục gây ra các vấn đề rủi ro đạo đức và lựa chọn đối nghịch.

Mô hình thông tin bất cân xứng trong kinh tế học giả định rằng có ít nhất một bên tham gia giao dịch phải có thông tin ở mức độ tốt hơn (các) bên còn lại. Thông tin bất cân xứng là nguồn gốc hình thành hai vấn đề "Rủi ro đạo đức" và "Lựa chọn đối nghịch" và từ đó làm nảy sinh chi phí đại diện.

“Rủi ro đạo đức (moral hazard)”, xét trên góc độ kinh tế học, là khái niệm phản ánh khả năng việc tái phân bổ rủi ro sẽ làm thay đổi hành vi của người tham gia hoặc có liên quan. Chẳng hạn như trong hợp đồng lao động - rủi ro được san sẻ từ người sở hữu (các cổ đông) sang người đại diện (nhà quản lý), khi kết quả hoạt động kinh doanh của công ty trong ngắn hạn (ví dụ: 1 năm) quyết định đến thu nhập của nhà quản lý, các nhà quản lý có xu hướng làm tăng hoặc thổi phồng lợi nhuận và giá trị cổ phiếu hàng năm bất chấp điều này có ảnh hưởng đến lợi ích dài hạn của những cổ đông.

Vấn đề này liên quan đến cơ chế thông tin bất đối xứng ở điểm có một bên không thể hoặc có rất ít khả năng giám sát, thu nhận những thông tin có tính chất quyết định tới giao dịch. Ở ví dụ về CTCP, hiện tượng này thể hiện qua khả năng hạn chế trong việc giám sát và thu nhận thông tin của cổ đông về hành vi và hoạt động của người quản lý.

Nhà quản lý thì biết nhiều về tiềm năng, rủi ro và các giá trị của công ty hơn các cổ đông. Chúng ta có thể chứng minh điều này bằng cách quan sát các thay đổi giá cổ phần do các công bố của các giám đốc. Khi một công ty công bố một sự gia tăng cổ tức thường xuyên, giá cổ phiếu thường tăng, vì các nhà đầu tư diễn dịch việc gia tăng này như một dấu hiệu về sự tin tưởng của ban giám đốc công ty về thu nhập tương lai.

Với “lựa chọn đối nghịch”, có một phía thiếu thông tin và kiến thức phục vụ cho quá trình đàm phán thỏa thuận chung hay hợp đồng giao dịch. Nó khác với rủi ro đạo đức ở chỗ rủi ro lựa chọn đối nghịch phát sinh khi đàm phán để đạt được thỏa thuận công bằng, còn rủi ro đạo đức phát sinh khi một bên không đảm bảo thực hiện thỏa thuận từ trước hoặc có năng lực tác động, điều chỉnh hoặc phản ứng với một hoặc một số điều khoản bị sai lệch khỏi thỏa thuận ban đầu trong khi (các) bên

còn lại ko thể làm được hay nói theo cách khác là rủi ro đạo đức phát sinh sau khi đã ký kết thoả thuận.

Như vậy, việc phát sinh chi phí đại diện là một tất yếu mà bất kỳ CTCP nào cũng sẽ phải đối mặt. Vấn đề đặt ra ở chỗ, các cổ đông chủ sở hữu của CTCP phải cố gắng tìm mọi cách để có thể hạn chế tối đa chi phí đại diện trong công ty của mình. Muốn vậy, các CTCP mà thực chất chính là thông qua các tổ chức như ĐHĐCĐ và HĐQT phải xây dựng và ban hành một loạt những chính sách phù hợp đối với hoạt động của ban quản lý điều hành. Trong đó, chính sách quan trọng hàng đầu chính là chính sách chi trả cho nhà quản lý. Thật vậy, Jensen và Murphy (1990) cũng đã chỉ ra rằng thông qua hợp đồng tối ưu về chính sách chi trả cho nhà quản lý điều hành có thể hạn chế vấn đề đại diện do việc gắn kết các lợi ích của các nhà quản lý và các cổ đông, đặc biệt là liên quan đến mối liên kết giữa vốn chủ sở hữu/hiệu quả hoạt động với chính sách chi trả.

2.2.1.2. Vai trò của chính sách chi trả cho nhà quản lý trong việc giải quyết xung đột đại diện trong công ty cổ phần

Cùng với quá trình cổ phần hóa các doanh nghiệp và sự thống trị của các công ty cổ phần, vấn đề đại diện (agency problem) là một vấn đề ngày càng trở nên quan trọng do sự tách biệt giữa việc sở hữu và việc điều hành hoạt động của doanh nghiệp.

Vấn đề đại diện (agency problem), hay còn gọi là vấn đề chủ sở hữu và người đại diện, liên quan tới hai đối tượng chính: Chủ sở hữu (principals) là chủ của các nguồn lực; Người đại diện (agents) là người được ủy quyền (được thuê) của chủ sở hữu nguồn lực và được chủ sở hữu nguồn lực trao một số quyền quản lý nhất định đối với nguồn lực của mình nhằm phục vụ lợi ích của chủ sở hữu. Có rất nhiều kiểu quan hệ đại diện khác nhau, nhưng phổ biến hơn cả, xét trên lĩnh vực kế toán, là mối quan hệ giữa chủ sở hữu công ty cổ phần (các cổ đông) và nhà quản lý công ty cổ phần (ban điều hành), khi mà chủ sở hữu cho phép nhà quản lý thay mặt mình điều hành các hoạt động của công ty. Đối với các CTCP, quan hệ đại diện đã dẫn tới sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý, từ đó sẽ đem đến những thuận lợi sau:

- Việc chuyển nhượng quyền sở hữu không ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của DN vì người sở hữu không tham gia quản lý điều hành các hoạt động kinh doanh.
- Thuê được những nhà quản lý chuyên nghiệp đảm bảo thực hiện mục tiêu của DN.

Tuy nhiên, việc tách biệt trên lại dẫn tới một vấn đề nổi bật khác – vấn đề đại diện, hay còn gọi là vấn đề về xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và các chủ sở hữu.

Mục tiêu của các chủ sở hữu là tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, nghĩa là tối đa hóa giá trị thị trường của vốn cổ phần. Các nhà quản lý lại hướng đến các mục tiêu trong ngắn hạn: tăng doanh số, tăng thị phần, tối đa hóa lợi nhuận, ... nhằm tăng mức lương, thưởng hay uy tín của mình đối với DN. Do vậy, lý thuyết về đại diện cho rằng, nếu cả hai bên trong mối quan hệ này (cổ đông và người quản lý công ty) đều muốn tối đa hóa lợi ích của mình, thì có cơ sở để tin rằng người quản lý công ty sẽ không luôn luôn hành động vì lợi ích tốt nhất cho người chủ sở hữu, tức các cổ đông. Sự tách biệt việc sở hữu và điều hành DN còn tạo ra hiện tượng thông tin không cân xứng, nhà quản lý có ưu thế hơn chủ sở hữu về thông tin, nên dễ dàng hành động tư lợi, hơn nữa việc giám sát các hành động của người đại diện cũng rất tốn kém, khó khăn, phức tạp. Với vị trí của mình, người quản lý công ty được cho là luôn có xu hướng tư lợi và không đủ siêng năng, mẫn cán, và có thể tìm kiếm các lợi ích cá nhân cho mình chứ không phải cho công ty. Xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và chủ sở hữu DN biểu hiện ở:

- Nhà quản lý có xu hướng thích các dự án ngắn hạn hơn các dự án dài hạn với khả năng sinh lời cao hơn, bởi các dự án ngắn hạn có thể mang lại kết quả nhanh chóng và uy tín của họ cũng sẽ được tăng cường nhanh hơn.

- Nhà quản lý có xu hướng chọn các dự án đầu tư ít rủi ro, lợi nhuận thấp, và một tỷ lệ nợ thấp để giảm xác suất bị phá sản.

- Nhà quản lý thường chịu áp lực rất lớn trước các cổ đông là phải hoàn thành các chỉ tiêu kinh doanh, trong đó, quan trọng nhất là chỉ tiêu về lợi nhuận. Nếu kết quả kinh doanh không được như mong muốn, sự xung đột lợi ích như trên có thể là tác nhân dẫn đến hành vi quản trị lợi nhuận của nhà quản lý, đưa ra các thông tin không chính xác về tình hình hoạt động của doanh nghiệp để đánh lừa các cổ đông và các bên liên quan.

Từ việc tìm hiểu về chi phí đại diện, có thể khái quát ba nguyên tắc cơ bản khi xây dựng chính sách chi trả đãi ngộ khoa học và hợp lý cho các nhà quản lý chủ chốt như sau: Chính sách chi trả đó phải có tác dụng khuyến khích nhà quản lý làm việc với nỗ lực cao nhất. Muốn vậy, tổng mức chi trả cho nhà quản lý phải tỷ lệ thuận với mức độ nỗ lực của họ; Chính sách chi trả phải khuyến khích nhà quản lý đồng thời quan tâm tới lợi ích ngắn hạn cũng như dài hạn của DN và cổ đông; Phải bảo đảm kiểm soát được mức độ rủi ro đối với DN.

Để gắn kết được lợi ích của nhà quản lý với lợi ích của DN và các cổ đông, các CTCP cần phải xây dựng được một chính sách chi trả hoàn thiện khoa học và

hợp lý gắn với các mục tiêu sau đây :

1. Chính sách chi trả đó phải gắn liền với quy mô lợi nhuận hay nói cách khác là các giá trị ngắn hạn và dài hạn mà nhà quản lý tạo ra cho DN nhằm khuyến khích nhà quản lý nỗ lực cao nhất.

2. Biến các nhà quản lý trở thành đồng sở hữu (cổ đông) bằng các chính sách thưởng bằng cổ phiếu, quyền chọn cổ phiếu.

3. Áp dụng rộng rãi chính sách ưu đãi quyền mua cổ phiếu cho nhà quản lý. Theo biện pháp này, nhà quản lý sẽ được cấp một số lượng quyền mua cổ phiếu. Mỗi quyền cho phép người nắm giữ được quyền sau một ngày nhất định có thể đăng ký mua cổ phiếu của công ty ở một mức giá cố định. Giá trị của một quyền chọn sẽ tăng lên nếu công ty hoạt động hiệu quả và giá cổ phiếu của nó tăng lên. Do đó, các nhà quản lý có động lực để đưa ra quyết định đúng đắn để làm tăng giá trị của công ty – hành động đồng nhất với lợi ích của các cổ đông.

4. Tăng cường các biện pháp giám sát hoạt động của nhà quản lý bằng cách thiết lập hệ thống kiểm toán nội bộ, hệ thống xử phạt minh bạch và nghiêm khắc (thậm chí có thể sa thải hoặc kiện ra tòa) đối với những nhà quản lý không hoàn thành trách nhiệm...

Kết quả nghiên cứu của Towers Watson (2014) cho thấy nhiều ưu điểm từ việc có được chính sách chi trả đúng đắn.

Nghiên cứu về Quản lý Nhân tài và Chế độ Đãi ngộ Toàn cầu (Towers Watson, 2014) được tiến hành từ tháng 4 đến tháng 6 năm 2014 trên 31 thị trường. Tổng cộng có 1,637 công ty tham gia, bao gồm 337 công ty ở Mỹ. Các công ty tham gia đại diện cho nhiều ngành công nghiệp và vùng lãnh thổ trên toàn cầu.

Kết quả nghiên cứu cho thấy: Các công ty có chính sách chi trả ở cấp độ vượt trội (được xây dựng một cách chính thức dựa trên chiến lược và kế hoạch kinh doanh, triển khai tốt, thiết kế cho từng phân khúc nhân viên khác nhau và giúp doanh nghiệp khác biệt so với đối thủ) thì hoạt động hiệu quả hơn công ty chỉ có các chế độ mang tính chiến thuật (không chính thức kết nối với chiến lược và kế hoạch kinh doanh, thiếu chiến lược đãi ngộ và quản lý nhân tài tích hợp).

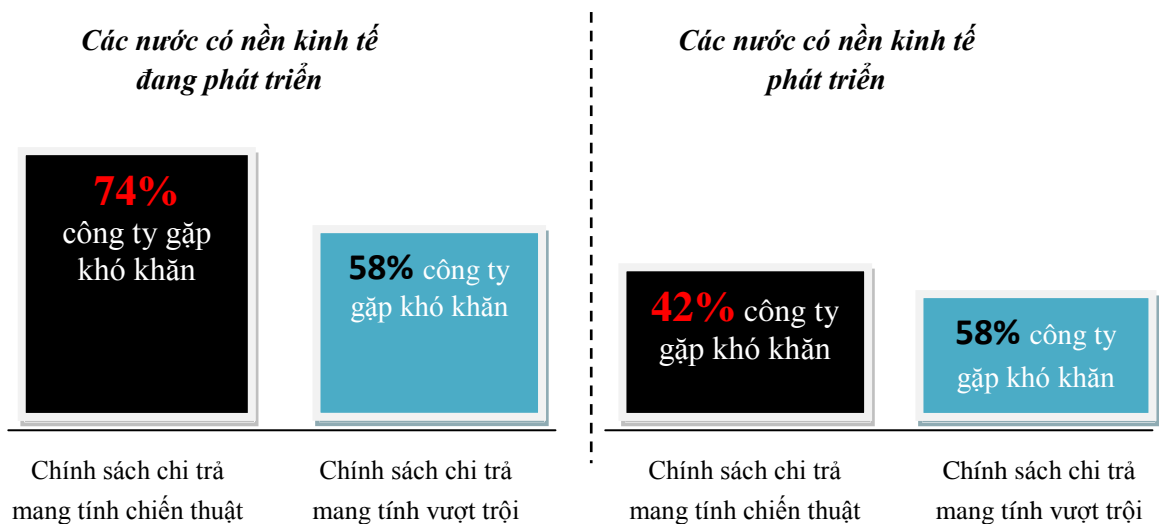
Cụ thể, công ty có chính sách chi trả vượt trội ghi nhận mức độ gắn kết của nhân viên cao hơn 3 lần, và chỉ số hiệu suất tài chính cao hơn 1.5 lần so với các công ty khác (Hình 2.1).

Bảng 2.1: So sánh sự khác nhau về hiệu suất tài chính và mức độ gắn kết của nhân viên giữa các công ty có chính sách chi trả vượt trội và công ty có chính sách chi trả mang tính chiến thuật

Chính sách chi trả	Hiệu suất tài chính (Financial Performance)		Mức độ gắn kết của nhân sự chủ chốt		Tổng thể	
	Nền kinh tế phát triển	Nền kinh tế đang phát triển	Nền kinh tế phát triển	Nền kinh tế đang phát triển	Hiệu suất tài chính (Financial Performance)	Mức độ gắn kết của nhân sự chủ chốt
Vượt trội	25.9%	16.2%	20.0%	28.2%	20.1%	24.8%
Chiến thuật	15.5%	9.4%	6.9%	8.2%	13%	7.4%
Tỷ lệ so sánh	1.7	1.7	2.9	3.4	1.5	3.3

Nguồn: Towers Watson, 2014

Khi bàn về các nhân sự quản lý chủ chốt có tiềm năng cao, những người có ảnh hưởng trực tiếp đến các mục tiêu chiến lược và kết quả kinh doanh, việc giảm tỷ lệ rủi ro trong bất kỳ nguy cơ nhảy việc nào của họ đều rất có giá trị. Trong các nền kinh tế đang phát triển, 74% công ty chỉ có chính sách chi trả mang tính chiến thuật gặp khó khăn trong việc giữ chân người tài, so với mức 58% ở các công ty có chính sách chi trả vượt trội, giảm 22% so với trước đây. Ở các nước phát triển, con số này lần lượt là 42% và 36%, giảm 14% so với trước (Hình 2).



Hình 2.1: Sự khó khăn trong việc giữ chân nhân sự quản lý chủ chốt trong các công ty

Nguồn: Towers Watson, 2014.

Một chính sách chi trả vượt trội còn mang lại nhiều giá trị to tát hơn nữa thông qua những tác động lên khả năng thu hút người tài cho công ty trong quá trình tuyển dụng. Trong các nền kinh tế đang phát triển, 79% các công ty chỉ có

chính sách chi trả mang tính chiến thuật gặp khó khăn trong việc thu hút người tài, so với mức 66% ở các công ty có chính sách chi trả vượt trội. Ở các nước phát triển, con số này lần lượt là 63% và 56%.

Các công ty tại các nước đang phát triển với một chính sách chi trả vượt trội không chỉ có lợi thế cạnh tranh ở thị trường của họ, họ thậm chí ngang bằng với các công ty ở các nước phát triển mà chỉ có chính sách chi trả chiến thuật trong khả năng thu hút nhân sự có kỹ thuật cao. Tuy nhiên, một chính sách chi trả hoàn chỉnh vẫn là một mục tiêu khó đạt được đối với hầu hết các công ty. Chỉ có 45% nhân viên trên toàn cầu nói rằng công ty của họ làm hết mức theo thỏa thuận. Ít hơn 1/3 (32%) công ty xác nhận họ có chính sách chi trả, và chỉ có 25% công nhận họ đã thực thi tốt chính sách chi trả trong 3 năm vừa qua. Dữ liệu cho thấy rất nhiều công ty không thực sự hiểu được cần làm gì để có được người tài và giữ chân họ

Như vậy, một chính sách chi trả đãi ngộ cho nhà quản lý tốt hiệu quả sẽ tạo điều kiện cho nhà quản lý nâng cao đời sống vật chất và tinh thần, giúp cho họ yên tâm công tác gắn bó với công ty. Ngoài ra, chính sách chi trả đãi ngộ đúng đắn còn tạo động lực kích thích nhà quản lý làm việc với hiệu quả cao nhất và cống hiến hết mình vì lợi ích chung của doanh nghiệp. Ngoài ra, thực thi một chính sách chi trả khoa học và mang tính dài hạn còn giúp loại bỏ tình trạng các nhà quản lý công ty cổ phần chỉ tập trung vào kiếm tiền riêng từ công ty mà thay vào đó họ sẽ nỗ lực phấn đấu giúp công ty tăng trưởng phát triển để được hưởng từ những thành quả phát triển công ty mà các nhà quản lý này mang lại.

2.2.2. Khái niệm và bản chất chính sách chi trả cho nhà quản lý

Thuật ngữ “chính sách” được xuất hiện khá nhiều trong hầu hết tất cả các lĩnh vực của cuộc sống. Thực tế cho thấy trong nhiều các tài liệu, các nghiên cứu khác nhau, Chính sách cũng được hiểu theo nhiều khía cạnh và cách tiếp cận khác nhau.

Trong quản lý doanh nghiệp, chính sách chính là các chỉ dẫn để ra các quyết định thực hiện chiến lược. Một chính sách phản ánh các mục đích của doanh nghiệp và hướng dẫn các nhà quản trị cũng như các nhà quản lý cùng toàn thể các nhân viên trong doanh nghiệp hướng về mục đích trong mọi hoàn cảnh và điều kiện. Đồng thời các chính sách cũng tạo ra khung và định hướng cho sự phân tích, phán đoán của các cấp quản trị được đi theo đúng mục tiêu đã định. Trong doanh nghiệp, chính sách là một trong những công cụ quản lý quan trọng, thông qua hàng loạt các chính sách các nhà quản trị (đại diện sở hữu doanh nghiệp) sẽ tác động vào các cấp quản lý (điều hành doanh nghiệp) và các nhân viên nhằm đạt các mục tiêu đề ra.

Chính sách vừa được xây dựng trên cơ sở của đòi hỏi thực tế khách quan, do

đó chính sách phải đảm bảo tính khách quan.

Theo các nghiên cứu trong nước hiện nay, khi bàn đến các khoản thanh toán chi trả cho các nhà quản lý có rất ít tài liệu đề cập đến thuật ngữ “*chính sách chi trả*”, song cũng đã có nhiều các thuật ngữ khác liên quan tương tự được sử dụng như chính sách đãi ngộ, chính sách thù lao, chính sách lương thưởng...

Theo Nguyễn Hữu Thân (2008), “*Chính sách thù lao và đãi ngộ là chỉ về mọi loại phần thưởng mà một cá nhân nhận được để đổi lấy sức lao động của mình. Chính sách thù lao và đãi ngộ đối với người lao động là quá trình chăm lo đời sống vật chất và tinh thần của người lao động để họ có thể hoàn thành tốt nhiệm vụ được giao và qua đó góp phần hoàn thiện mục tiêu của doanh nghiệp.*” Chính sách thù lao và đãi ngộ là một quá trình vì tất cả các nhà quản trị đều phải trải qua một khoảng thời gian từ việc xây dựng các chính sách đãi ngộ đến việc tổ chức thực hiện công tác đãi ngộ trong doanh nghiệp.

Trên thế giới, cũng đã có nhiều nghiên cứu khác nhau về vấn đề chi trả hay đãi ngộ bồi hoàn quản lý (executive compensation hay executive pay), cụ thể:

Theo Bruce R. Ellig (2002), Bồi hoàn điều hành (executive compensation) hay chi trả cho ban điều hành (executive pay) là các khoản bồi hoàn tài chính và các khoản bồi hoàn phi tài chính khác mà một giám đốc/ban giám đốc nhận được từ công ty của họ cho những đóng góp của họ. Hệ thống chi trả cho nhà quản lý là sự kết hợp của tiền lương, tiền thưởng, cổ phiếu hoặc các quyền chọn mua cổ phiếu của công ty, các lợi ích và điều kiện làm việc khác dựa trên các quy định pháp luật của chính phủ, luật thuế, dựa trên sự thỏa thuận của công ty và người quản lý và khen thưởng dựa trên hiệu suất công ty.

Hay theo trung tâm thiết kế chính sách chi trả cho nhà quản lý Hoa Kỳ (Center on Executive Compensation), Chính sách chi trả quản lý là một thuật ngữ rộng rãi cho các khoản chi trả thù lao tài chính đối với các thành viên quản lý điều hành của một công ty. Gói chính sách chi trả cho người quản lý của CTCP được HĐQT (*thường là bởi ủy ban lương thưởng trực thuộc HĐQT*) thiết kế xây dựng rồi ban hành, với mục đích khuyến khích đội ngũ quản lý điều hành (*những người có tác động đáng kể đến chiến lược phát triển của công ty*) ban hành các quyết định và tạo ra giá trị của công ty, cũng như tăng cường năng lực quản lý.

Như vậy, chính sách chi trả cho nhà quản lý (Executive compensation hay Executive pay policy) của công ty cổ phần là toàn bộ hệ thống các quy định, quy chế về tiêu chuẩn, tiêu chí xác định tổng mức chi trả và phương thức chi trả cho nhà quản lý nhằm mục đích đãi ngộ họ của các công ty cổ phần.

Hay nói cách khác, chính sách chi trả cho nhà quản lý CTCP là chính sách mà HĐQT đại diện cho các chủ sở hữu (cổ đông) ban hành để nhằm thực hiện cung cấp các khoản chi trả đãi ngộ tài chính và phi tài chính cho nhà quản lý của CTCP, trong đó mô tả chi tiết về cấu trúc các thành phần chi trả cho nhà quản lý cũng như cách thức chi trả và các điều kiện áp dụng cụ thể đối với nhà quản lý.

Kết quả quá trình thực hiện chính sách chi trả này của CTCP phần lớn sẽ tạo ra dòng thu nhập (bằng tiền hoặc cổ phiếu) trong ngắn hạn và dài hạn cho nhà quản lý, một phần khác là các phúc lợi (lợi ích) mà nhà quản lý và gia đình họ nhận được trong hiện tại hoặc tương lai. Tuy nhiên, các lợi ích mà nhà quản lý nhận được liên quan đến chăm sóc sức khỏe, bảo hiểm, phương tiện đi lại... khó quy đổi chính xác ra đơn vị tiền tệ, hơn nữa dữ liệu về các khoản chi trả phi tiền tệ này không được công khai, minh bạch vì thế, khi điều tra và tính toán tổng mức chi trả cho nhà quản lý, tác giả luận án chỉ tập trung vào các khoản thu nhập nhà quản lý nhận được.

Chính sách chi trả nhà quản lý còn được hiểu theo nghĩa chung nhất là sự kết hợp của các thành phần chi trả khác nhau bao gồm: tiền lương, tiền thưởng, trợ cấp, phúc lợi, thưởng cổ phiếu hoặc quyền chọn cổ phiếu và các điều kiện (lợi ích) khác, được thiết kế dựa trên các quy định của chính phủ, luật thuế cũng như mong muốn của CTCP và người quản lý.

Trong quá trình nghiên cứu xây dựng và ban hành chính sách chi trả đối với nhà quản lý, mỗi CTCP nói riêng đều phải dựa trên những mô hình hoặc tiêu chí nhất định gắn với từng điều kiện, đặc trưng của công ty cũng như tùy vào từng giai đoạn hoàn cảnh cụ thể nhất định. Do vậy, việc sử dụng một thành phần chi trả hay phối hợp nhiều thành phần/cách thức chi trả khác nhau (lương, thưởng, cổ phiếu...) trong chính sách chi trả cho nhà quản lý ở mỗi CTCP cũng có sự khác biệt đáng kể.

2.2.3. Các bộ phận cấu thành chính sách chi trả cho nhà quản lý của công ty cổ phần

Các nghiên cứu trên thế giới và Việt Nam khi bàn về chính sách chi trả cho nhà quản lý chủ chốt hay chi trả cho ban điều hành (Executive Pay) cũng sử dụng nhiều thuật ngữ khác nhau như: Thù lao hay Bồi hoàn/đãi ngộ quản lý (Compensation), Thu nhập nhà quản lý (Income) hay reward (thưởng)... (Carola Frydman et al, 2010). Trong đó, nhiều nghiên cứu sử dụng thuật ngữ “*compensation*” với ý nghĩa là chi trả cho nhà quản lý. Mặc dù, còn chưa có sự đồng nhất ở một số điểm trong thực tế chính sách chi trả ở các CTCP trên thế giới, nhưng nhiều nghiên cứu đã thống nhất cấu trúc hệ thống chi trả cho nhà quản lý bao gồm các 4 bộ phận cơ bản (Usman Tariq,2010) như: Tiền lương cố định (Based/Fixed salary); Các khoản chi trả khuyến khích ngắn hạn (Short-term incentive) hay Tiền

thưởng (bonus); Các khoản chi trả từ các kế hoạch khuyến khích dài hạn (payouts from long-term incentive plans) hay đãi ngộ bằng quyền chọn cổ phiếu (Stock options), đãi ngộ chứng khoán giới hạn (restricted stocks grants) và các bổng lộc khác (Perquisites). Ngoài các bộ phận cơ bản đó, các nhà quản lý còn được nhận những khoản phân phối cho các khoản phúc lợi, các khoản thanh toán cho xe hơi, nhà cửa, thậm chí là các khoản thanh toán cho các nhà quản lý khi họ thôi việc hoặc nghỉ hưu.

Theo Jansen và các cộng sự (2008) thì ngoài tiền lương cơ bản cố định và các lợi ích, các khoản thưởng mà nhà quản lý nhận được bao gồm những khoản thưởng theo công thức và các khoản thưởng phát sinh đột xuất. Những khoản thưởng theo công thức thường được dựa trên một số tiêu chí nhất định liên quan đến các kết quả kinh doanh mang tính định lượng (Ví dụ như lợi nhuận của bộ phận). Ngược lại, các khoản thưởng phát sinh dựa trên đánh giá chủ quan của cấp trên (HĐQT) với kết quả của nhà quản lý.

Ngoài ra, hệ thống các khoản chi trả cho nhà quản lý của CTCP cũng có nhiều nghiên cứu đề cập đến thuật ngữ thù lao khuyến khích hay tổng thù lao. Các khoản chi trả thù lao này có thể được xác định dựa trên kết quả của nhóm hay của cá nhân. Trong các hệ thống thù lao dựa trên cá nhân, các cá nhân được thưởng vì kết quả cá nhân của chính họ và có một mối liên hệ trực tiếp giữa các nỗ lực cá nhân và kết quả (Cable và Judge, 1994). Trong hệ thống này, sự thực hiện công việc và tiền thưởng được gắn liền với đóng góp cá nhân.

Theo Anthony và Govindarajan (2003), các kế hoạch chi trả khuyến khích bao gồm hai bộ phận: các kế hoạch thù lao ngắn hạn và các kế hoạch thù lao dài hạn. Một nhà quản lý có thể được thưởng theo cả hai kế hoạch trên. Phần thưởng trong kế hoạch ngắn hạn thường được trả bằng tiền mặt, và phần thưởng trong kế hoạch dài hạn thường là quyền mua cổ phiếu thông thường của công ty. Chính sách chi trả khuyến khích ngắn hạn bao gồm tiền thưởng, các khoản chuyển, tích lũy và thù lao trả dần. Các kế hoạch khuyến khích dài hạn gồm các quyền mua cổ phiếu, các cổ phiếu không có thực, quyền tăng giá cổ phiếu và các cổ phiếu thực hiện.

Như vậy, các khoản nằm trong chính sách chi trả cho nhà quản lý phải được thể hiện thành mục riêng trong báo cáo tài chính hằng năm của công ty, phải báo cáo Đại hội đồng cổ đông tại cuộc họp thường niên. Về mặt lý thuyết, mức chi trả nhận được càng cao thì thường dẫn đến kết quả thực hiện công việc, quản lý công việc càng tốt và ngược lại. Thu nhập có quan hệ chặt chẽ, biện chứng với hiệu quả hoạt động của tổ chức. Các bộ phận cấu thành trong chính sách chi trả cho nhà quản lý trong CTCP do HĐQT quyết định và có thể hệ thống lại bao gồm các bộ phận như sau:

2.2.3.1. Tiền lương

Đã có rất nhiều các quan niệm và khái niệm khác nhau về tiền lương, được sử dụng trong các nghiên cứu và thực tiễn cả ở Việt Nam cũng như các nước trên thế giới.

Trong nền kinh tế thị trường và sự hoạt động của thị trường sức lao động là hàng hoá do vậy tiền lương là giá cả của sức lao động. Khi phân tích về nền kinh tế tư bản chủ nghĩa, nơi mà các quan hệ thị trường thống trị mọi quan hệ kinh tế, xã hội khác. C.Mác viết: "*Tiền công không phải giá trị hay giá cả của lao động mà chỉ là một hình thức cải trang giá trị hay giá cả sức lao động*".

Theo tổ chức Lao động quốc tế (International Labour Organisation – ILO) định nghĩa: "*tiền lương là sự trả công hoặc thu nhập, bất luận tên gọi hay cách tính thế nào, mà có thể biểu hiện bằng tiền và ấn định bằng thoả thuận giữa người lao động và người sử dụng lao động, hoặc bằng pháp luật, pháp quy của mỗi quốc gia, do người sử dụng lao động trả cho người lao động theo hợp đồng lao động, cho một công việc đã thực hiện hay sẽ phải thực hiện, hoặc cho những dịch vụ đã làm hoặc sẽ phải làm*".

Ngoài ra, tác giả Lê Quân (2015) đưa ra khái niệm "*tiền lương cơ bản* - Đây là mức lương được xác định ổn định và được sử dụng để đóng bảo hiểm xã hội, y tế, thất nghiệp. Tiền lương thường được thể hiện trên hợp đồng lao động và được sử dụng để đóng bảo hiểm xã hội, bảo hiểm y tế và bảo hiểm thất nghiệp."

Điều lệ mẫu của doanh nghiệp yêu cầu HĐQT cần xác định mức lương của giám đốc điều hành và của các thành viên trong ban điều hành theo đề nghị của giám đốc điều hành. Tiền lương và phụ cấp theo lương của nhà quản lý đều do HĐQT quyết định.

2.2.3.2. Tiền thưởng và các khoản khuyến khích ngắn hạn

Trên thế giới cũng như ở Việt Nam đã có nhiều các nghiên cứu khác nhau về tiền thưởng hay các khoản chi trả khuyến khích ngắn hạn. Các kế hoạch chi trả khuyến khích ngắn hạn bao gồm tổng số tiền thưởng (the total bonus pool), các khoản chuyển, tích lũy (carryovers) và thù lao trả dần (deferred compensation). Những kế hoạch khuyến khích ngắn hạn dựa trên kết quả của năm hiện tại:

* *Tiền thưởng (the total bonus):*

Theo Nguyễn Văn Điềm, Nguyễn Ngọc Quân (2014): "*Tiền thưởng là một dạng khuyến khích tài chính được chi trả một lần (thường là vào cuối quý hoặc cuối năm) để thù lao cho sự thực hiện công việc của người lao động. Tiền thưởng có thể được chi trả đột xuất ghi nhận những thành tích xuất sắc như hoàn thành dự án công việc trước thời hạn, tiết kiệm ngân sách cho các sáng kiến cải tiến có giá trị*".

Tiền thưởng cũng là một hình thức khuyến khích tài chính được sử dụng rộng rãi. Đây là khoản tiền mà doanh nghiệp trả cho nhà quản lý do họ có những thành tích và đóng góp vượt trên mức độ chức trách quy định. Tiền thưởng cùng với tiền lương tạo nên khoản thu nhập bằng tiền chủ yếu của nhà quản lý. Đặc biệt, tiền thưởng là một công cụ khuyến khích vật chất có hiệu quả mạnh mẽ đối với tinh thần làm việc của nhà quản lý, bởi vì đối với họ là những người tiềm ẩn nhiều năng lực làm việc, và quyết định của họ ảnh hưởng to lớn đến hiệu quả kinh doanh của CTCP. Tiền thưởng cho nhà quản lý gồm nhiều loại, bao gồm những loại sau: Thưởng theo hiệu suất làm việc; Thưởng do sáng kiến, cải tiến kỹ thuật; Thưởng theo kết quả hoạt động kinh doanh; Thưởng do hoàn thành tiến độ sớm so với quy định.

Tổng số tiền thưởng được chỉ trả cho các bộ phận quản lý điều hành có chất lượng cao trong một năm nhất định được gọi là “Quỹ thưởng ban điều hành”, Quỹ thưởng này được trích lập và theo dõi hạch toán tách biệt so với Quỹ thưởng chung của người lao động bình thường. Trong kế hoạch khuyến khích ngắn hạn, công ty sẽ quyết định về một công thức được sử dụng để tính quỹ thưởng đó. Công thức này thường có liên quan tới tổng mức lợi nhuận công ty trong năm hiện tại.

* *Các khoản chuyển (tích lũy) (carryovers)*: Thay vì trả toàn tổng số tiền trong quỹ tiền thưởng, kế hoạch có thể đề nghị một phần tiền thưởng là khoản chuyển hàng năm, được xác định bằng công thức thưởng. Mỗi năm, một ủy ban (committee) của HĐQT (ủy ban lương thưởng) quyết định cộng bao nhiêu vào khoản tích lũy (khoản chuyển), hay bao nhiêu trong khoản chuyển, tích lũy được sử dụng nếu tiền thưởng quá thấp. Phương pháp này có hai ưu điểm: (1) Nó linh hoạt hơn, vì việc thanh toán không được tự động xác định trước bằng công thức và ban giám đốc có thể thực hiện các đánh giá của mình. (2) Nó có thể làm giảm cường độ thay đổi khi việc thanh toán tiền thưởng dựa nghiêm ngặt vào số lượng được tính toán theo công thức mỗi năm. Vì vậy, trong một năm thực hiện tốt khác thường, ủy ban có thể quyết định trả chỉ một tỷ lệ tiền thưởng. Ngược lại, trong một năm tương đối kém cỏi, ủy ban có thể quyết định trả nhiều hơn số lượng từ kết quả của năm hiện tại bằng cách trích từ những khoản chuyển (tích lũy) này.

2.2.3.3. Các khoản khuyến khích dài hạn

Các kế hoạch khuyến khích dài hạn bao gồm các chính sách thưởng cổ phiếu (ESOP), quyền mua cổ phiếu (stock options), các cổ phiếu không có thực (phantom shares), quyền tăng giá cổ phiếu (stock appreciation right), các cổ phiếu thực hiện (performance shares) và các nhóm thực hiện (performance units). Các khoản chi trả khuyến khích dài hạn có thể được xác định dựa trên kết quả của nhóm hay của cá nhân. Nó cũng được xác định dựa trên công trạng hay thâm niên tùy từng tổ chức.

Ưu đãi dài hạn bao gồm hỗn hợp chứng khoán bị hạn chế, lựa chọn cổ phiếu và các kế hoạch dài hạn khác có liên quan đến tổng lợi nhuận của cổ đông hoặc kết quả tài chính. Còn các kế hoạch dài hạn gắn thù lao với việc hoàn thành nhiệm vụ trong dài hạn và có quan hệ với giá cổ phiếu thông thường của công ty.

Các chính sách chi trả dài hạn thường sẽ là khoản chi phí cho nhà quản lý điều hành lớn nhất - thường là trên 60% đối với công ty trung bình S&P 500 ở Hoa Kỳ, nhưng ở Việt Nam khoản chi trả này lại chiếm tỷ trọng khá nhỏ ở các công ty. Mục đích của chính sách chi trả khuyến khích dài hạn là để thưởng cho các nhà quản lý điều hành do công ty đạt được các mục tiêu chiến lược nhằm tối đa hóa giá trị của các cổ đông. Thông thường, khuyến khích dài hạn là sự kết hợp của các loại vốn chủ sở hữu và có thể bao gồm một thành phần tiền mặt. Giai đoạn thực hiện khuyến khích dài hạn thường kéo dài từ ba đến năm năm, với điều kiện các nhà quản lý điều hành sẽ không nhận được bất kỳ khoản chi trả khuyến khích nào từ lợi hình này cho đến khi kết thúc giai đoạn thực hiện. Các chỉ số mục tiêu đánh giá hiệu quả làm việc của nhà quản lý trong chính sách chi trả khuyến khích dài hạn thay đổi tùy theo đặc điểm từng công ty và từng giai đoạn nhất định, song phổ biến nhất là tập trung vào chỉ tiêu tổng lợi nhuận của các cổ đông, hoặc các chỉ tiêu như thu nhập trên mỗi cổ phiếu và các chỉ tiêu như tỷ suất lợi nhuận trên tài sản/vốn chủ sở hữu. Các chính sách chi trả khuyến khích dài hạn thường được cấu trúc trong hệ thống chính sách chi trả cho nhà quản lý thường gắn với một hệ thống các chỉ số đánh giá hiệu quả làm việc với mục tiêu dài hạn của doanh nghiệp. Trọng tâm của việc xây dựng chính sách chi trả dài hạn này là một phần quan trọng trong chính sách chi trả cho nhà quản lý nói chung vì chúng đảm bảo giải quyết được hài hòa giữa lợi ích của nhà quản lý với lợi ích của cổ đông, đặc biệt là khi kết hợp với các chính sách về quyền sở hữu cổ phần thích hợp.

2.2.3.4. Các khoản phúc lợi và lợi ích khác

Trong các CTCP, các nhà quản lý còn được hưởng các chế độ phúc lợi theo quy định của công ty do HĐQT quyết định. Các chức danh quản lý doanh nghiệp thường được hưởng thêm các quyền lợi bao gồm: Bảo hiểm nhân thọ cho cá nhân và gia đình; Công tác phí theo tiêu chuẩn cao cấp; Ngân sách tiếp khách, đối ngoại; Phương tiện đi lại; Phương tiện liên lạc (điện thoại), phương tiện làm việc (trang bị cả các phương tiện làm việc khi di chuyển, tại nhà...); Nhà ở và các dịch vụ liên quan; Chăm sóc sức khỏe; Thẻ hội viên nghề nghiệp, thể dục, thể thao, giải trí; Học bổng cho con cái.

2.2.4. Các hình thức chi trả đối với nhà quản lý của công ty cổ phần

Hiện nay, các CTCP có thể thực hiện các khoản chi trả cho những nỗ lực và hiệu quả làm việc của nhà quản lý dưới ba hình thức: tiền mặt, cổ phiếu hay tài sản.

Các khoản chi trả này thực chất được hình thành từ nguồn vốn của CTCP thông qua việc trích lập các quỹ riêng cho ban điều hành như quỹ khen thưởng ban điều hành, quỹ thưởng cổ phiếu (SO)... Mỗi hình thức chi trả sẽ có ưu điểm và hạn chế nhất định. Tùy vào đặc điểm của từng công ty và từng giai đoạn phát triển cụ thể, mỗi CTCP (mà cụ thể là HĐQT) có thể lựa chọn từng hình thức chi trả phù hợp hoặc thậm chí phối hợp các hình thức chi trả khi xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý của công ty mình.

2.2.5.1. Chi trả bằng tiền mặt

Chi trả lương thưởng cho nhà quản lý bằng tiền mặt là hình thức chi trả được nhiều CTCP sử dụng và có thể được xem là hình thức chi trả được áp dụng khá phổ biến. Bởi vì các ưu điểm:

(i) Tiền mặt là khoản lợi ích kinh tế trực tiếp và dễ dàng hấp dẫn đối với nhà quản lý. Nó tạo động lực thúc đẩy phần lớn nhà quản lý tự nâng cao trình độ của bản thân, hiệu quả là việc đề cao có các khoản thu nhập tốt hơn, gia tăng giá trị cho công ty, đóng góp nhiều hơn cho công ty và nâng cao địa vị bản thân. Ngoài ra, khoản thu nhập có được còn phản ánh địa vị của nhà quản lý trong bản đồ thị trường lao động quản lý và xã hội.

(ii) Hình thức chi trả bằng tiền mặt này trực tiếp tạo nên thu nhập chính của nhà quản lý, từ đó giúp họ trang trải các chi phí sinh hoạt hàng ngày của bản thân và gia đình, chăm sóc con cái hay chi tiêu các dịch vụ xã hội.

Bên cạnh những ưu điểm trên, hình thức chi trả cho nhà quản lý bằng tiền mặt vẫn tồn tại một số nhược điểm như:

(i) Vốn tích lũy bị giảm, do dùng tiền mặt để chi trả cho các nhà quản lý nên ảnh hưởng đến lượng tiền mặt của công ty. Tốc độ đầu tư cho các dự án mới có thể bị ảnh hưởng.

(ii) Việc chi trả cho các nhà quản lý bằng tiền mặt có thể mang lại lợi ích trong ngắn hạn, bởi các nhà quản lý với tâm lý có thể tìm mọi cách để có được khoản thu nhập cao trước mắt mà quên đi lợi ích lâu dài của doanh nghiệp.

(iii) Việc chi trả bằng tiền mặt còn có thể làm gia tăng các khoản vay ngân hàng. Bởi lẽ, trong trường công ty đang cần tiền để giải ngân các dự án mới hoặc phát sinh các khoản thanh toán bất thường trong khi cần một số lượng tiền không hề nhỏ để đãi ngộ và thu hút các nhà quản lý của công ty thì việc tiếp cận nguồn vốn tín dụng ngân hàng là lựa chọn của các công ty.

(iv) Một nhược điểm nữa của hình thức này là làm gia tăng chi phí, hạn chế tích lũy vốn nhằm đáp ứng các nhu cầu thanh toán trong hoạt động sản xuất kinh doanh thường xuyên của công ty.

2.2.5.2. Chi trả bằng cổ phiếu

Với nhà quản lý CTCP, việc chi trả đãi ngộ bằng cổ phần (cổ phiếu) đóng vai

trò vô cùng quan trọng. Tuy nhà quản lý trong trường hợp này không được nhận các khoản thưởng bằng tiền mặt nhưng lại nhận được cổ phiếu, do đó nhà quản lý có thể sẽ thu được khoản tiền trong tương lai thông qua nhận cổ tức từ công ty hoặc khoản tiền chênh lệch có được khi bán cổ phiếu trên TTCK. Ngoài ra, chi trả bằng cổ phiếu sẽ giúp cho nhà quản lý gắn bó hơn với công ty, lợi ích giữa nhà quản lý và các cổ đông sẽ được gắn kết lại với nhau. Có hai mô hình thường được các CTCP áp dụng trong chính sách chi trả của mình bao gồm mô hình thưởng bằng cổ phiếu (ESOP) và mô hình quyền chọn cổ phiếu (SO).

Hình thức chi trả cho nhà quản lý bằng cổ phiếu mang lại một số ưu điểm sau:

(i) Hạn chế lượng tiền mặt ra khỏi công ty, qua đó gia tăng việc tái đầu tư để mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh nhằm thu được lợi nhuận cao hơn trong tương lai.

(ii) Số lượng cổ phiếu trao cho nhà quản lý giúp họ có quyền biểu quyết trong những sự kiện lớn của công ty. Trong một số trường hợp khác, tùy theo quy định từng công ty, ở đó sẽ có sự ràng buộc thời gian hạn chế chuyển nhượng và biểu quyết, tuy nhiên người sở hữu cổ phiếu từ các mô hình khen thưởng này vẫn được hưởng cổ tức trong thời gian này.

(iii) Góp phần gắn chặt lợi ích của các nhà quản lý với CTCP, khuyến khích và động viên nhà quản lý cống hiến cho công ty thông qua việc cam kết với nhà quản lý rằng nếu doanh nghiệp phát triển thì lợi ích lâu dài của họ cũng sẽ được tăng lên. Khi giá cổ phiếu tăng lên, các nhà quản lý sẽ có động lực làm việc hăng say, nhiệt tình hơn. Ngược lại, các nhà quản lý cũng sẽ nỗ lực để công ty phát triển và đẩy giá cổ phiếu lên.

Tuy nhiên, hình thức chi trả bằng cổ phiếu còn tồn tại một số nhược điểm nhất định đó là: Khi giá cổ phiếu giảm, gây tâm lý tiêu cực cho người nắm giữ quyền mua cổ phiếu; Hay một số nhà quản lý cấp cao lạm dụng “làm giá” cổ phiếu nhằm thực hiện quyền mua cổ phiếu với giá thấp.

2.2.5.3. Chi trả bằng tài sản và các phúc lợi khác:

CTCP có thể chi trả cho các nhà quản lý bằng các sản phẩm dịch vụ mà công ty đang sản xuất cung ứng (ví dụ: căn hộ với công ty bất động sản, dịch vụ nghỉ dưỡng với các công ty kinh doanh khách sạn...) hoặc bằng các tài sản mà công ty đầu tư mua sắm dành cho các nhà quản lý như ô tô, máy bay, sản phẩm bảo hiểm, gói học bổng cho con cái... Với hình thức này, công ty cũng vẫn bị gia tăng các khoản chi phí dẫn đến làm giảm lợi nhuận hoạt động kế toán, song các tài sản này vẫn có thể bị ràng buộc bởi một số quy định pháp lý nhất định khi nhà quản lý còn làm việc gắn bó với công ty, trong trường hợp nhà quản lý vì lý do nào đó không còn

làm việc ở công ty thì các tài sản này cũng sẽ bị thu hồi. Hình thức này có lợi thế là làm gia tăng cách hình thức đãi ngộ cho nhà quản lý giúp họ gắn bó hơn với công ty.

2.3. Các mô hình chính sách chi trả cho nhà quản lý của công ty cổ phần

2.3.1. Mô hình chính sách chi trả lương

Chính sách chi trả lương là công cụ quản trị quyền năng của các CTCP, nó không chỉ ảnh hưởng đến lợi nhuận ngắn hạn mà còn tác động đến sự trường tồn và thịnh vượng của doanh nghiệp, vì chính sách lương thưởng là đưng đến bài toán nhân tài. Qua khảo sát chính sách chi trả áp dụng cho các nhà quản lý của các CTCP trong nước và trên thế giới có thể tóm lược dưới một số mô hình sau đây

2.3.1.1. Mô hình chi trả lương dựa trên thang bảng lương truyền thống

Mô hình chi trả lương dựa vào thang bảng lương, vốn là hệ thống thang bảng lương nhà nước, hoặc được thiết kế theo nguyên tắc tương tự với một số đặc điểm cơ bản như gắn với thâm niên công tác, bằng cấp... thay vì năng lực và kết quả làm việc thực tế. Một số mô hình tiêu biểu dựa vào thang bảng lương như:

** Lương cơ bản hàng tháng bao gồm:*

Mức lương cơ bản = Hệ số lương cơ bản x Mức lương tối thiểu vùng

Trong đó:

- Hệ số lương cơ bản áp dụng đối với các nhà quản lý điều hành do HĐQT xây dựng tùy vào từng CTCP.

- Mức lương tối thiểu vùng các CTCP áp dụng do Nhà nước quy định.

- Thang bảng lương để tính hệ số cho các nhà quản lý được công ty xây dựng.

Với mô hình trả lương cho nhà quản lý mang tính truyền thống này, số tiền chi trả hàng tháng hàng năm sẽ tương đối cố định mà không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của CTCP. Tiền lương sẽ phụ thuộc nhiều vào thâm niên công tác, thâm niên càng nhiều thì tiền lương càng cao.

2.3.1.2. Mô hình chi trả lương bổ sung ngoài thang bậc cho các nhà quản lý.

Mô hình chi trả lương bổ sung ngoài thang bậc (được gọi là lương kinh doanh, lương bổ sung hoặc hiệu quả, v.v.) là một mô hình tính toán trả lương theo các tiêu chí khác so với hệ thống lương truyền thống nêu trên. Hệ thống này rất nỗ lực tạo ra sự giãn cách thu nhập hợp lý giữa chức danh quản lý so với các lao động thông thường. Mô hình chi trả lương bổ sung bao gồm 2 phương thức trả lương

+ Mô hình trả lương theo công việc:

$$TLCV = (MLCV \times ni) / n + PC \text{ (nếu có)}$$

Trong đó:

- TLcv: Tiền lương công việc của nhà quản lý

- MLcv: Mức lương theo công việc (mức lương theo bảng lương do công ty xây dựng dựa trên quy định của pháp luật)
- n: Số ngày công làm việc trong tháng theo quy định
- ni: Số ngày công làm việc thực tế trong tháng của người thứ i
- PC: Các khoản phụ cấp nếu có. (bao gồm cả phụ cấp thâm niên)

+ *Mô hình trả lương theo thời gian:*

$$L_{tt} = L_{cb} \times T$$

Trong đó :

- L_{tt} : Tiền lương thực tế mà người quản lý nhận được
- L_{cb} : Tiền lương cấp bậc chính theo thời gian
- T: Thời gian làm việc thực tế: giờ, ngày

Hạn chế của mô hình này là vẫn có nhiều yếu tố trùng lặp với thang bậc của mô hình trên, đôi khi các tiêu chí để xây dựng mô hình bị đặt nặng quá tải (chỉ theo kết quả kinh doanh) hoặc quá hữu (rất nhiều tiêu chí, thiếu lý giải).

2.3.1.3. *Mô hình chính sách chi trả lương theo 3P*

Trả lương theo 3P được ứng dụng rộng rãi và phổ biến ở rất nhiều nước trên thế giới như Anh, Đức, Mỹ, Úc,... và du nhập vào Việt Nam theo các công ty đa quốc gia đã hơn 10 năm. Các tập đoàn, doanh nghiệp lớn của Việt Nam cũng đã bước đầu áp dụng chính sách này trong những năm gần đây, nhất là những đơn vị có quy mô từ 100 nhân viên trở lên sẽ là phù hợp nhất.

Trả lương theo 3P nghĩa là kết hợp trả lương theo Position (vị trí, công việc), Person (cá nhân), Performance (thành tích).

(i) Trả lương theo công việc (P1) thể hiện làm việc gì trả lương đó. Để trả lương theo công việc, các công ty sẽ xác định giá trị của công việc (tầm quan trọng của công việc) và quyết định mức lương cần trả cho công việc trong tương quan với các công việc khác và mức lương phổ biến trên thị trường lao động. Tiền lương theo công việc thường được biểu diễn dưới dạng hàm tiền lương. Công việc càng có giá trị cao thì mức lương càng cao.

(ii) Trả lương theo cá nhân (P2) thể hiện cùng một công việc, cá nhân có năng lực tốt hơn được hưởng mức lương cao hơn. Để trả lương theo cá nhân, doanh nghiệp định nghĩa các bậc năng lực hay mức độ đáp ứng của cá nhân so với yêu cầu công việc. Trên cơ sở đó, doanh nghiệp xây dựng các bậc và mức lương tương thích với bậc năng lực mà cá nhân đáp ứng được so với yêu cầu công việc.

(iii) Trả lương theo thành tích hay theo mức độ hoàn thành công việc (P3) thể hiện cá nhân được giao nhiệm vụ sẽ được hưởng lương năng suất và thưởng theo mức độ hoàn thành công việc.

Để thực hiện trả lương theo 3P, tiền lương thường được chia thành hai phần là tiền lương cố định (Fix) và tiền lương biến đổi (variable). Tiền lương cố định (Fix) được thể hiện dưới các loại thu nhập chính như tiền lương cơ bản, phụ cấp. Tiền lương cố định được xác định dựa trên cơ sở đánh giá giá trị công việc (P1) và đánh giá năng lực của cá nhân đảm nhận công việc (P2). Tiền lương cố định thực chất được hiểu là tiền lương theo thời gian. Mức thực nhận của người lao động được tính trên cơ sở kết quả chấm công. Tiền lương biến đổi được tính toán dựa trên kết quả đánh giá mức độ hoàn thành công việc của người lao động (P3). Tiền lương biến đổi được thể hiện dưới hình thức hoa hồng, tiền lương năng suất, thưởng... Thông thường, để xác định mức lương P1 và P2, doanh nghiệp sử dụng phương pháp chấm điểm các công việc (ví dụ phương pháp Hay) và xây dựng thang bảng lương. Thang bảng lương là tập hợp các dải lương Min-Max cho từng loại công việc. Đảm nhận công việc nào được hưởng lương thuộc dải lương Min-Max cho công việc đó.

** Ưu điểm của chính sách trả lương theo mô hình này:*

+ Tăng cường phát triển năng lực của từng nhà quản lý, gắn phát triển năng lực với đánh giá mức độ hoàn thành và trả lương.

+ Đảm bảo công bằng, minh bạch và tạo động lực cho nhân viên.

Hạn chế của mô hình này là:

Nếu các công ty không làm tốt công tác phân tích công việc, công tác định danh, định biên nhân sự hoặc các bảng mô tả công việc chưa rõ ràng sẽ dẫn đến thất bại trong việc ứng dụng mô hình trả lương theo 3P

Trong đa phần trường hợp, mức lương trả cho các cá nhân bị phụ thuộc nhiều vào yếu tố thâm niên. Quá trình ứng dụng trả lương theo 3P do vậy gặp khó khăn trong việc đánh giá lại và bổ nhiệm lại ngạch bậc lương cho các cá nhân.

Áp dụng trả lương theo 3P đối với khối các nhà quản lý thường sẽ gặp nhiều khó khăn vì công ty khó đánh giá hiệu quả làm việc hoặc chưa lượng hóa được tiêu chuẩn đo lường cụ thể đối với họ.

2.3.2. Các mô hình chính sách chi trả khuyến khích

Để thực hiện một chính sách chi trả khuyến khích đối với các nhà quản lý điều hành doanh nghiệp, các CTCP đã sử dụng nhiều các mô hình chính sách khác nhau. Sau đây là tổng hợp một số mô hình chính sách chi trả điển hình được các CTCP trên thế giới đã và đang thường áp dụng khi xây dựng chính sách chi trả chonhà quản lý của mình:

2.3.2.1. Mô hình chi trả cho các nhà quản lý dựa trên lợi nhuận/lợi nhuận vượt kế hoạch

Xuất phát từ thực tiễn hoạt động chi trả cho các nhà quản lý của các CTCP

trên thế giới và Việt Nam, một trong những tiêu chí để xác định mức chi trả cho các nhà quản lý là lợi nhuận (mức lợi nhuận vượt kế hoạch hằng năm của doanh nghiệp), dựa trên giả thiết lợi nhuận của doanh nghiệp tỷ lệ thuận với mức độ nỗ lực của nhà quản lý.

Tuy nhiên, việc sử dụng lợi nhuận để đánh giá hiệu quả công việc của các nhà quản lý có hai nhược điểm:

(1) Lợi nhuận chịu ảnh hưởng của phương pháp kế toán áp dụng (phương pháp kế toán khác nhau dẫn tới mức lợi nhuận khác nhau) và thường phản ánh không đầy đủ nỗ lực của các nhà quản lý (do nguyên tắc thận trọng trong kế toán nên lợi nhuận thường không được ghi nhận kịp thời);

(2) Trong nhiều trường hợp quyết định của nhà quản lý có thể không mang lại lợi nhuận trong ngắn hạn nhưng sẽ mang lại lợi nhuận trong dài hạn. Lợi nhuận kế toán không phản ánh được yếu tố tiềm năng này.

2.3.2.2. *Mô hình chi trả cho nhà quản lý dựa trên kết quả mức độ tăng giá trị doanh nghiệp/tăng giá cổ phiếu*

Mô hình này khắc phục được hai nhược điểm của lợi nhuận kế toán vì giá cổ phiếu không phụ thuộc vào phương pháp kế toán áp dụng, đồng thời giá trị cổ phiếu phản ánh thông tin về tiềm năng của doanh nghiệp cả trong ngắn hạn và dài hạn. Hơn nữa, mục tiêu của nhà đầu tư là tối đa hoá giá trị doanh nghiệp, vì vậy gắn thu nhập của nhà quản lý với mức tăng giá cổ phiếu sẽ giúp đồng nhất hoá mục tiêu của nhà quản lý và nhà đầu tư, do đó hạn chế chi phí đại diện.

Tuy nhiên, cũng như lợi nhuận kế toán, chính sách chi trả gắn với giá cổ phiếu cũng có những hạn chế. Giá trị cổ phiếu chịu ảnh hưởng của rất nhiều yếu tố nằm ngoài tầm kiểm soát của các nhà quản lý. Ví dụ, những biến động của cả nền kinh tế khiến cho giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp biến động theo; sự không hoàn hảo của thị trường chứng khoán khiến cho giá trị cổ phiếu phản ánh không chính xác giá trị của doanh nghiệp, hay vấn đề đầu cơ làm giá cổ phiếu của một bộ phận thị trường. Nói cách khác, giá trị cổ phiếu không phải là một thước đo hoàn hảo cho mức độ nỗ lực của nhà quản lý.

Một số mô hình tiêu biểu dựa trên mức độ tăng giá cổ phiếu được phát triển qua các thời kỳ, bao gồm:

* *Mô hình chi trả khuyến khích dựa trên kế hoạch thưởng cổ phiếu (ESOP - Employee Stock Ownership Plan)*

ESOP một trong những công cụ đặc lực mà nhiều Công ty nước ngoài đã áp dụng từ lâu để thu hút và giữ chân nhân tài. Mục đích của ESOP là thưởng cổ phiếu cho các nhà quản lý CTCP là đối tượng chủ yếu.

Doanh nghiệp có thể phát hành thêm cổ phiếu hoặc trái phiếu cho Quỹ ESOP hoặc góp bằng tiền mặt. Giá trị đóng góp cho quỹ này có thể được coi là chi phí của công ty (tùy vào hệ thống thuế của từng quốc gia) và làm giảm lợi nhuận chịu thuế thu nhập doanh nghiệp.

ESOP có ba công dụng chính như sau:

- Một là, Trao quyền sở hữu và chia sẻ lợi ích với người quản lý. ESOP là công cụ quản lý dùng để thu hút, lưu giữ các nhân sự giàu năng lực và kinh nghiệm. Công cụ này tạo động lực cho họ liên tục phấn đấu, cùng đóng góp vào sự phát triển của doanh nghiệp để rồi cùng hưởng những thành quả từ việc gia tăng giá trị doanh nghiệp, với tư cách là cổ đông, thông qua cổ tức và giá trị cổ phiếu gia tăng.

- Hai là, ESOP tác động không nhỏ đến tốc độ tăng trưởng doanh thu của công ty. Thật vậy, Michael Quarrey and Corey Rosen (1987) đã tập trung nghiên cứu 45 công ty có áp dụng ESOP và đối chiếu từng Công ty đó với 5 Công ty tương ứng về lĩnh vực kinh doanh, quy mô... không áp dụng ESOP. Kết quả cho thấy, các công ty ứng dụng ESOP tăng trưởng nhanh hơn so với các Công ty không áp dụng ESOP khoảng 3,6%/năm. Hai nhà nghiên cứu Douglas Kruse and Joseph Blasi (2010) của Đại học Rutgers (Mỹ) cũng thực hiện khảo sát tương tự trên 343 Công ty áp dụng ESOP và 343 Công ty không áp dụng ESOP đã rút ra kết luận: các Công ty áp dụng ESOP đạt được doanh thu bình quân trên một nhân viên cao hơn 2,3% so với các Công ty tương tự không áp dụng ESOP.

- Ba là, ESOP tạo nên tỉ suất lợi nhuận cao hơn cho Công ty. Kết quả từ cuộc khảo sát trên 105 Công ty của các nhà nghiên cứu Douglas Kruse, Joseph Blasi, Jim Sesil and Maya Krumova của Đại học Rutgers năm 2000 cho thấy, trong cùng khoảng thời gian 10 năm từ 1985 đến 1995, các Công ty áp dụng chương trình quyền chọn mua cổ phần mở rộng tạo ra ROA cao hơn 2 – 2,5% so với các Công ty tương tự không áp dụng chương trình này.

** Mô hình chi trả khuyến khích bằng cách trao tặng các quyền chọn cổ phiếu. (Stock Option)*

Mô hình này được xây dựng chủ yếu dựa trên chỉ tiêu hệ số đòn bẩy của cải (Wealth Leverage Ratio). Đây là chỉ tiêu thể hiện tỷ số giữa % thay đổi trong mức của cải của nhà quản lý với % thay đổi trong mức của cải của các cổ đông. Hệ số này cao là một động lực lớn khuyến khích các nhà quản lý trong việc thực thi các nhiệm vụ của mình. Theo mô hình này, các công ty thường tạo điều kiện cho các nhà quản lý có thể mua lại được một lượng cổ phiếu đáng kể của công ty trên cơ sở vốn vay.

Hệ số đòn bẩy của cải lớn hơn đã đóng vai trò quan trọng trong việc giúp cho

các nhà quản lý đưa ra các quyết định khó khăn. Với một hệ thống khuyến khích mạnh, các công ty có thể tạo cho các nhà quản lý sự tự do hơn trước đây. Đồng thời, nó còn dẫn tới một sự tập trung trí tuệ hơn của nhà quản lý vào việc tăng giá trị cho các cổ đông. Tuy nhiên, mô hình MBO cũng bộc lộ những hạn chế lớn, đó là: bên cạnh việc MBO có thể cung cấp sự khuyến khích mạnh đối với việc tạo ra của cải, thì gánh nặng nợ nần kéo theo tạo ra rủi ro đáng kể về việc vỡ nợ của nhà quản lý và của công ty.

** Mô hình chi trả khuyến khích dựa trên hoạt động mua lại của các nhà quản lý (MBO – Management Buy Out)*

Thay vì việc tạo điều kiện cho các nhà quản lý có thể sở hữu nhiều cổ phiếu như mô hình trên, và để khắc phục những hạn chế của mô hình này, một số công ty chuyển sang áp dụng mô hình khuyến khích dựa trên việc trao tặng các quyền chọn cổ phiếu. Mô hình này tạo ra sự gắn kết giữa việc trả lương, thưởng cho các nhà quản lý với việc trao tặng các quyền chọn cổ phiếu, do vậy mức thu nhập phải trả cho các nhà quản lý cao hay thấp là hoàn toàn được quyết định một phần bởi tăng hay giảm giá cổ phiếu của các công ty này trong tương lai.

Ưu điểm chính của quyền chọn cổ phiếu là nếu được sử dụng tốt và tạo ra sự khuyến khích của cải cho việc điều hành. Khi áp dụng mô hình này, các công ty có thể trao tặng các quyền chọn có lời hoặc các quyền chọn ngang giá. Trong cả hai trường hợp, mô hình này đều tạo được hệ số đòn bẩy của cải lớn và do đó tạo được sự khuyến khích mạnh đối với các nhà quản trị. Thực tế việc trao tặng quyền chọn ngang giá được áp dụng phổ biến hơn vì nó giúp điều hòa lợi ích giữa các cổ đông và nhà quản lý tốt hơn.

Mặc dù có nhiều ưu điểm, mô hình trao tặng quyền chọn cổ phiếu cũng có một số hạn chế liên quan đến bối cảnh giá cổ phiếu suy giảm, đến các ứng xử về mặt kế toán và nó không thể áp dụng tới các nhà quản lý ở cấp bộ phận kinh doanh. Mặt khác, khi áp dụng mô hình này, kết quả năm hiện hành không ảnh hưởng đến mức chi trả trong tương lai nên hạn chế tác dụng khuyến khích của nó đối với các nhà quản lý.

Để khắc phục các hạn chế của mô hình trên, một mô hình thanh toán chi trả dựa trên việc điều chỉnh hàng năm quyền chọn cổ phiếu và kết quả hoạt động mục tiêu nhằm duy trì mức chi trả cạnh tranh ra đời gọi là “mô hình thanh toán cạnh tranh - Competitive pay model”. Những công ty sử dụng mô hình này cho rằng nó giúp đạt được bốn mục tiêu:

- Nó tạo ra sự thống nhất bởi vì chi trả khuyến khích được dựa trên giá cổ

phiếu và dựa trên phép đo kết quả hoạt động được cho là liên hệ chặt chẽ với giá trị của các cổ đông;

- Nó tạo ra đòn bẩy của cái lớn hơn vì một tỷ lệ % lớn của mức chi trả được gắn với kết quả hoạt động của công ty;

- Nó giảm được được rủi ro sở hữu vì phần quyền chọn cổ phiếu và tiền thưởng mục tiêu hoạt động được điều chỉnh mỗi năm để đảm bảo mức chi trả cạnh tranh;

- Nó tạo ra chi phí cổ đông hợp lý bởi vì phần quyền chọn cổ phiếu và tiền thưởng mục tiêu được điều chỉnh mỗi năm để giới hạn chi trả ở mức cạnh tranh.

Tuy nhiên mô hình này lại gặp phải ba hạn chế lớn, đó là:

- Phép đo kết quả được sử dụng trong kế hoạch tiền thưởng chỉ có liên hệ yếu với giá trị của các cổ đông.

- Kết quả hiện hành có ít hoặc không có ảnh hưởng đến mức chi trả trong kỳ tương lai.

- Cách tiếp cận này không giúp các giám đốc công ty và các nhà quản lý cấp cao hiểu về bản chất của sự cân bằng có thể đối với họ trong việc thiết kế một kế hoạch chi trả. Kết quả là công ty giảm khuyến khích các hành vi tạo giá trị theo nguyên tắc hiệu quả - chi phí.

2.3.2.3. *Mô hình chi trả cho nhà quản lý dựa trên chỉ tiêu EVA*

Lý thuyết về mô hình này được trình bày khá chi tiết trong nghiên cứu “của S. David Young và Stephen F.O’Byrne năm 2001. Theo đó, EVA (Giá trị kinh tế gia tăng) là một công cụ tạo ra sự khuyến khích mạnh, hợp lý và khuyến khích quan hệ hiệu quả/chi phí ở mức đơn vị kinh doanh. Việc thiết kế một kế hoạch thưởng dựa trên EVA dẫn tới việc tập hợp các công cụ kết hợp với phép đo EVA tạo cho các bộ phận kinh doanh những khuyến khích nhằm đạt được những mục tiêu cơ bản của chi trả quản lý hiệu quả hơn nhiều so với các phương pháp thay thế khác. Mô hình thanh toán chi trả này là dạng điển hình của phương pháp kết hợp giữa giá trị cổ phiếu và kết quả hoạt động kinh doanh của công ty.

EVA (Economic Value Added) giá trị kinh tế tăng thêm là thước đo phần thu nhập tăng thêm từ chênh lệch giữa lợi nhuận hoạt động trước lãi vay sau thuế và chi phí sử dụng vốn

$$EVA = NOPAT - (TC \times WACC)$$

Trong đó: - NOPAT (Net Operating Profit after tax): Lợi nhuận trước lãi vay và sau thuế = Lợi nhuận sau thuế + lãi vay x (1- thuế suất thuế TNDN)

- TC: (Total capital): Vốn đầu tư xác định bằng tổng tài sản bình quân trên bảng cân đối kế toán.

- WACC: Lãi suất sử dụng vốn bình quân gia quyền theo tỷ trọng các nguồn vốn (bao gồm cả vốn vay và vốn chủ)

Mô hình chính sách chi trả khuyến khích dựa trên chỉ tiêu EVA đã trải qua nhiều giai đoạn phát triển khác nhau:

Đầu tiên là Kế hoạch tiền thưởng EVA sơ khai

Kế hoạch này đơn giản tạo ra cho các nhà quản lý một tỷ lệ thu nhập cố định trên EVA. Bằng cách tạo ra một tỷ lệ % lợi ích cố định không khống chế, kế hoạch EVA ban đầu tạo ra một đòn bẩy quan trọng, thống nhất lợi ích giữa nhà quản lý và các cổ đông trong sự cân bằng giữa EVA hiện hành và EVA trong tương lai bởi các nhà quản lý và các cổ đông nắm giữ những tỷ lệ lợi ích cố định. Tuy nhiên, mô hình EVA sơ khai này có hạn chế là:

+ Đối với các công ty có kết quả biên hoặc kết quả kém, một tỷ lệ % của EVA trên thực tế là một quyền chọn cho những năm tốt. Điều này khuyến khích các nhà quản lý dịch chuyển thu nhập và chi phí giữa các năm để tối đa hóa khoản thanh toán khuyến khích, tạo ra phần EVA tích lũy hiệu quả của nhà quản lý lớn hơn nhiều so với phần thông thường của họ.

+ Nó tạo cho các nhà quản lý một phần của EVA quá lớn, có thể xảy ra sự mất cân bằng giữa sức mạnh của những khuyến khích với chi phí của các cổ đông về khuyến khích đó.

+ Trong công thức tính không gắn với điều khoản liên quan tới mức tăng EVA trông đợi và do vậy có thể tạo ra mức chi trả đáng kể ngay cả khi gây thua lỗ cho các cổ đông.

Kế hoạch tiền thưởng XY

Từ những hạn chế đó, bước tiếp theo trong việc xây dựng kế hoạch tiền thưởng theo EVA là tạo ra một công thức tiền thưởng mới được tính toán dựa trên một tỷ lệ % của EVA với một tỷ lệ % (khác biệt và thường cao hơn) trên mức tăng EVA, như sau:

$$\text{Tiền thưởng} = (x\% \cdot \text{EVA}) + (y\% \cdot \text{EVA})$$

Thiết kế này được biết đến rộng rãi với tên gọi “Kế hoạch XY” và đã sớm được các công ty Mỹ và châu Âu áp dụng. Kế hoạch XY là một kế hoạch tiền thưởng hiệu quả hơn kế hoạch tiền thưởng EVA ban đầu đối với cả công ty có EVA dương lẫn âm.

Đối với các công ty có EVA dương, Y có thể được sử dụng để tạo ra sự khuyến khích mạnh hơn trong khi X có thể được sử dụng để tạo ra một mức thù lao thanh toán mang tính cạnh tranh.

Đối với các công ty có EVA âm, Y vẫn có thể được sử dụng để tạo ra một sự khuyến khích

Kế hoạch tiền thưởng EVA hiện đại

Phiên bản hiện đại của kế hoạch tiền thưởng EVA là một kế hoạch được ứng dụng nhiều nhất ngày nay. Nó đưa ra hai sửa đổi quan trọng so với kế hoạch XY. Một khoản tiền thưởng mục tiêu thay cho x% của EVA và một mức tăng EVA kỳ vọng (EI) được trừ khỏi EVA thay vì chỉ dựa vào riêng EVA.

$$\text{Tiền thưởng} = \text{tiền thưởng mục tiêu} + y\% \cdot (\text{EVA} - \text{EI})$$

Phép đo kết quả là mức tăng EVA vượt mức. Có ba lý do cho vấn đề này:

Thứ nhất: Một lợi ích từ mức tăng EVA tạo ra một cân bằng khuyến khích so với chi phí hiệu quả hơn một lợi ích từ EVA.

Thứ hai: Mức tăng EVA là một phép đo được áp dụng cho tất cả các công ty, không chỉ những công ty có EVA dương.

Thứ ba: Mức tăng EVA tạo ra một mối liên hệ trực tiếp hơn với thu nhập vượt mức – phép đo cuối cùng về việc tạo ra của cải cho các cổ đông, hơn chính là EVA.

Theo đó bất cứ khi nào, giá trị thị trường của một công ty cũng bao gồm giá trị tăng trưởng tương lai chứ không phải hiện hành, mức tăng EVA là cần thiết đối với các nhà đầu tư của công ty để tìm kiếm được một mức thu nhập tương ứng với chi phí của vốn.

Tiền thưởng kiếm được là tổng của tiền thưởng mục tiêu cộng với một tỷ lệ cố định trên mức tăng EVA vượt mức (có thể là dương hoặc âm). Khoản tiền thưởng mục tiêu là cần thiết để tạo cho kế hoạch tiền thưởng phù hợp với thực tế thị trường lao động về việc chi trả một khoản tiền thưởng hoặc kỳ vọng. Tiền thưởng kiếm được có thể là âm và không bị khống chế cả cận trên và cận dưới.

Mặt khác, tiền thưởng kiếm được sẽ cất trữ vào trong một ngân hàng tiền thưởng và số dư sẽ thay cho tiền thưởng kiếm được năm hiện hành, sẽ quyết lượng tiền thưởng thực tế được trả. Về cơ bản, nguyên tắc chi trả đối với ngân hàng tiền thưởng là 100% số dư của ngân hàng tiền thưởng (nếu dương) nhưng không quá số tiền thưởng mục tiêu cộng với 1/3 số dư ngân hàng đối với phần vượt mức của tiền thưởng mục tiêu. Khi ngân hàng tiền thưởng là âm, sẽ không trả tiền thưởng.

Như vậy, bên cạnh các mô hình chính sách chi trả khuyến khích đối với nhà quản lý mang tính khoa học và phức tạp ở trên, thực tế còn tồn tại các mô hình khen thưởng đơn giản hơn rất nhiều như khen thưởng nóng tại chỗ (cái này phụ thuộc rất nhiều vào tâm lý và quan điểm của HĐQT), và mô hình khen thưởng ngắn hạn dựa trên kết quả kinh doanh trong năm như trích tỷ lệ phần trăm (%) lợi nhuận sau thuế

để khen thưởng nhà quản lý hoặc/và kếp hợp với tỷ lệ phần trăm (%) trên lợi nhuận vượt kế hoạch. Có thể thấy sử dụng lợi nhuận kế toán/EVA hay giá trị cổ phiếu để đánh giá hiệu quả công việc của nhà quản lý đều có những ưu và nhược điểm. Holmstrom (1979) nghiên cứu vấn đề này và chỉ ra “*việc sử dụng đồng thời lợi nhuận kế toán và giá cổ phiếu mang lại kết quả tốt hơn sử dụng một trong 2 tiêu chí riêng lẻ*”. Trên thực tế hầu hết các công ty lớn ở những nước có thị trường chứng khoán phát triển đều đã sử dụng đồng thời hai chỉ tiêu này trong việc xây dựng cơ chế chính sách chi trả cho nhà quản lý nói chung và giám đốc điều hành nói riêng.

2.4. Các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của công ty cổ phần

2.4.1. Nhóm yếu tố thuộc về công ty cổ phần

2.4.1.1. Hiệu quả hoạt động của công ty

Như đã phân tích ở phần lý thuyết chi phí đại diện, tình trạng thông tin không cân xứng khiến cho nhà đầu tư không thể quan sát được mức độ nỗ lực của nhà quản lý. Tuy nhiên, nhà đầu tư có thể quan sát được kết quả công việc của nhà quản lý thông qua một số chỉ tiêu tài chính phản ánh kết quả hoạt động của doanh nghiệp như lợi nhuận, dòng tiền, giá trị thị trường của doanh nghiệp...

Xuất phát từ thực tế đó, hai tiêu chí thường được sử dụng để đánh giá hiệu quả làm việc của nhà quản lý và được dùng làm căn cứ để xác định chính sách chi trả cho họ của các CTCP là:

Tiêu chí thứ nhất là lợi nhuận hay mức lợi nhuận vượt kế hoạch hằng năm của doanh nghiệp, dựa trên giả thiết lợi nhuận của doanh nghiệp tỷ lệ thuận với mức độ nỗ lực của nhà quản lý.

Tiêu chí thứ hai cũng thường được sử dụng để xác định mức chi trả cho các nhà quản lý là dựa trên kết quả mức độ gia tăng giá trị của doanh nghiệp, thể hiện ở mức tăng giá cổ phiếu.

Một yếu tố rất quan trọng nữa cần phải tính đến trong xây dựng một chính sách chi trả là phải bảo đảm một mức độ rủi ro hợp lý đối với doanh nghiệp. Rủi ro luôn tiềm tàng đối với bất kỳ một doanh nghiệp nào. Do tổng mức chi trả cho nhà quản lý gắn với kết quả hoạt động của doanh nghiệp (lợi nhuận) và giá trị cổ phiếu nên thu nhập của họ cũng biến động tỷ lệ thuận với các chỉ tiêu này. Như vậy, rủi ro của doanh nghiệp kéo theo sự không chắc chắn về mức thu nhập, chính là rủi ro mà nhà quản lý phải gánh chịu. Các nhà quản lý, cũng như những người bình thường, nói chung không ưa thích rủi ro (risk-averse). Vì vậy, chính sách chi trả có thể ảnh hưởng tới hành vi của nhà quản lý. Nếu tổng mức chi trả cho nhà quản lý hoàn toàn phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của DN thì nhà quản lý có xu hướng hạn chế rủi

do cho mình bằng cách từ bỏ những dự án có lợi nhuận tiềm năng cao nhưng mức rủi ro cũng cao để tập trung vào những dự án có mức lợi nhuận vừa phải nhưng ít rủi ro hơn. Điều này đi ngược lại mong muốn của nhà đầu tư (thường có xu hướng chấp nhận rủi ro cao hơn với mong muốn thu được lợi nhuận cao). Nguy cơ này có thể được hạn chế bằng cách: Trong chính sách chi trả cho nhà quản lý, một mức lương tối thiểu (base salary) sẽ được đưa ra và không phụ thuộc vào kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Tức là nhà quản lý vẫn sẽ được hưởng một mức thu nhập cố định nếu kết quả hoạt động trong năm đạt dưới mức tối thiểu nào đó. Nếu kết quả hoạt động vượt trên mức tối thiểu thì thu nhập sẽ tăng tỷ lệ thuận với kết quả hoạt động. Tuy nhiên, việc áp dụng lương cơ bản như vậy có thể khiến cho nhà đầu tư phải đối mặt với nguy cơ rủi ro quá cao (so với mức rủi ro mà nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận). Nhà quản lý, được hạn chế được rủi ro do tối thiểu họ cũng được hưởng mức lương cơ bản cố định trong khi không bị hạn chế lợi ích tối đa, sẽ có xu hướng lựa chọn những dự án có mức lợi nhuận tiềm năng cao (hứa hẹn mức thu nhập cao) nhưng đồng thời mức rủi ro cũng rất cao. Ý thức được nguy cơ này, cùng với lương cơ bản thông thường các doanh nghiệp cũng xác định một mức chi trả tối đa. Khi mức chi trả thực tế của nhà quản lý mà được xác định theo kết quả hoạt động của DN đạt tới mức tối đa này thì nhà quản lý sẽ không có thưởng nữa.

Từ phân tích trên cho thấy, hiệu quả kinh doanh của công ty có tác động trực tiếp và cùng chiều đến chính sách chi trả cho nhà quản lý. Nếu công ty đạt hiệu quả kinh doanh tốt sẽ có nguồn lực tài chính dồi dào để thực thi một chính sách chi trả cao hơn đối với nhà quản lý. Ngược lại, nếu hiệu quả kinh doanh thấp hoặc thua lỗ, công ty sẽ không có điều kiện để thực thi một chính sách chi trả đãi ngộ cao cho nhà quản lý.

2.4.1.2. Quy mô của doanh nghiệp

Ngoài ra, một chính sách chi trả cho nhà quản lý có đa dạng về hình thức cũng như mức độ chi trả cao hay thấp còn phụ thuộc vào quy mô và khả năng chi trả của công ty đó trên thị trường. Thông thường, các công ty có quy mô lớn bao gồm cả quy mô vốn – giá trị sổ sách (book value) hay quy mô vốn hóa thị trường (market value) sẽ có xu hướng chi trả cao hơn so với các công ty có quy mô vốn nhỏ. Thật vậy, nguồn chi trả cho nhà quản lý của CTCP sẽ cấu thành một bộ phận chi phí kinh doanh của doanh nghiệp và được khấu trừ thuế thu nhập doanh nghiệp, những doanh nghiệp lớn sẽ có điều kiện nguồn tài chính lớn để thực hiện những khoản đãi ngộ cao và hình thức đãi ngộ hấp dẫn. Hơn nữa, khi thấy được Quy mô công ty ngày càng phát triển, tâm lý của nhà đầu tư cũng sẽ cảm thấy thoải mái hơn với việc trao các khoản chi trả lớn cho nhà quản lý.

2.4.1.3. Quan điểm và quy mô của Hội đồng quản trị

Trong mô hình CTCP, HĐQT là bộ phận có quyền lực cao nhất, thực hiện nhiều quyền và nghĩa vụ khác nhau, trong đó liên quan đến chính sách chi trả đối với nhà quản lý, cơ quan này có các quyền như: Bổ nhiệm, miễn nhiệm, cách chức, ký hợp đồng, chấm dứt hợp đồng đối với CEO và người quản lý quan trọng khác do Điều lệ doanh nghiệp quy định; Quyết định mức lương và lợi ích khác của những người quản lý đó; Cử người đại diện theo ủy quyền thực hiện quyền sở hữu cổ phần hoặc phần vốn góp ở doanh nghiệp khác, quyết định mức thù lao và lợi ích khác của những người đó; Giám sát, chỉ đạo CEO và người quản lý khác trong điều hành công việc kinh doanh hằng ngày của doanh nghiệp...

Trách nhiệm quan trọng nhất của HĐQT là giúp công ty thành công và đặc biệt là thỏa mãn yêu cầu của các cổ đông. Các thành viên HĐQT có trách nhiệm cùng nhau định hướng chiến lược và giám sát các hoạt động công ty nhằm đạt được các mục tiêu vạch ra. HĐQT đóng vai trò lãnh đạo và dẫn dắt công ty trong khuôn khổ của những qui định kiểm soát một cách hiệu quả. HĐQT giữ vai trò quyết định trong việc xác định các mục tiêu chiến lược, đồng thời đảm bảo các nguồn lực tài chính và nhân sự cần thiết đủ để thực hiện các mục tiêu chiến lược này. Một vai trò quan trọng khác nữa mà chỉ HĐQT mới có thẩm quyền thực hiện là việc bổ nhiệm, đánh giá kết quả hoạt động của CEO và Ban điều hành, trên cơ sở đó ra quyết định khen thưởng nếu kết quả tốt hoặc thay thế CEO nếu thất bại. Công ty trong quá trình hoạt động thường tập trung vào việc đáp ứng những mục tiêu tài chính nhằm thỏa mãn cổ đông, HĐQT vì vậy phải thực hiện vai trò giám sát nhằm đảm bảo công ty hoạt động.

Ở nhiều doanh nghiệp, HĐQT dường như chỉ tham gia qui trình bổ nhiệm/đánh giá CEO. Tuy nhiên trong xu hướng hiện đại, HĐQT còn tham gia bổ nhiệm và đánh giá cả bộ máy quản lý điều hành trực thuộc CEO. Một số công ty, HĐQT lập hẳn một ban chuyên thực hiện đánh giá và khen thưởng ban điều hành. Cụ thể công việc của ban này bao gồm việc thiết kế bảng mô tả công việc, chính sách lương thưởng, tìm kiếm nguồn nhân lực tiềm năng, đánh giá kết quả làm việc và quyết định mức khen thưởng, thông tin với các cổ đông về hoạt động trên.

Theo các thông lệ tốt về quản trị công ty, HĐQT cần thỏa thuận với các nhà quản lý chủ chốt về việc đạt được các mục tiêu cụ thể; về phạm vi và quyền hạn hoạt động của Ban điều hành trên thực tế cũng như các phương pháp, cách thức tiến hành và các giải pháp để đạt được các mục tiêu đề ra. Trên thực tế ở nhiều công ty trên thế giới và đặc biệt ở Việt Nam, HĐQT dường như chỉ đánh giá các nhà quản lý thông

qua những thước đo về hiệu quả tài chính. Nhiều nhà quản lý phải ngạc nhiên vì HĐQT quá đại khái khi đánh giá hoạt động điều hành của họ, đánh giá họ chủ yếu được đưa ra để họ biện minh cho những quyết định về lương, thưởng hay bãi nhiệm. Bất kỳ một đánh giá nhà quản lý nào đều bắt nguồn từ đánh giá hiệu quả vận hành và tài chính của công ty rồi đến việc đảm bảo chiến lược. Cách đánh giá này có thể dẫn đến hậu quả là các nhà quản lý sẽ đưa ra những số liệu được nhào nặn cẩn thận làm nổi bật những kết quả sáng sủa nhất. Ở đây cần thấy rằng khi các nhà quản lý phạm sai lầm, họ sẽ kéo cả công ty theo. HĐQT có nghĩa vụ với các cổ đông về việc đảm bảo rằng công ty đang được điều hành tốt và sẽ còn tốt hơn nếu họ sớm phát hiện ra những trục trặc trong hoạt động điều hành của nhà quản lý chủ chốt.

Một yếu tố quan trọng nữa là sự phát triển gần đây của các *ủy ban thù lao* trực thuộc hội đồng quản trị. Các ủy ban này có trách nhiệm xây dựng và đề xuất chính sách chi trả cho nhà quản lý. Chính sách chi trả này sau đó sẽ được thông qua bởi HĐQT (Berkema và cộng sự 1998). Nếu các thành viên thuộc ủy ban thù lao này mà hầu hết nằm ngoài công ty, thì khi đó sẽ có sự tách biệt giữa quyền kiểm soát và quản lý (đó là một giải pháp tốt để xử lý vấn đề đại diện trong công ty). Ngược lại, các công ty mà ở đó các thành viên thuộc ủy ban thù lao đều đồng thời là thành viên của công ty thì tất yếu sẽ nảy sinh những vấn đề mang tính đại diện quyền kiểm soát chưa thực sự tách biệt với quyền quản lý. Trường hợp, công ty không có ủy ban thù lao thì chính sách chi trả sẽ trực tiếp do HĐQT xây dựng và thực thi.

Dựa trên các phân tích trên cho thấy, số lượng thành viên HĐQT và tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập cũng là những yếu tố khá quan trọng tác động đến việc chi trả cho các nhà quản lý nói chung và đặc biệt là giám đốc điều hành. Cụ thể, vai trò quan trọng của HĐQT là giám sát các hoạt động của các nhà quản lý nhưng chức năng này có thể bị ảnh hưởng bởi các nhân tố mang tính xã hội (như tình bạn, quan hệ gia đình,...). Vì thế, một HĐQT có kích thước lớn có thể tác động vào việc kiểm soát các hành động của các nhà quản lý chủ chốt (Jensen 1993). Như vậy, trong khi một HĐQT có quy mô lớn với nhiều thành viên tham gia điều hành sẽ có tác động làm gia tăng mức chi trả cho ban quản lý điều hành, thì ngược lại các thành viên HĐQT độc lập không tham gia điều hành lại có xu hướng can thiệp vào việc thực thi chính sách chi trả quá mức cho nhà quản lý.

2.4.1.4. Cấu trúc sở hữu vốn của doanh nghiệp

Cơ cấu sở hữu vốn của CTCP về mặt lý thuyết có ảnh hưởng đáng kể đến chính sách chi trả cho nhà quản lý. Thật vậy, nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã được thực hiện để kiểm tra giả thuyết. Trong đó, đã có những nghiên cứu ủng hộ cũng có

những nghiên cứu phản đối kết luận của Jensen và Meckling (1976) về vấn đề đại diện. Điều này có thể khẳng định lý thuyết hợp đồng tối ưu (Core và Larcker 2002) là đúng đắn; Hoặc ngược lại, ủng hộ lý thuyết quyền lực quản lý (Bebchuk và Fried 2003) và cho rằng bồi thường quản lý không phải là giải pháp để giải quyết vấn đề đại diện nhưng có thể lại là nguyên nhân gây ra vấn đề đại diện. Thật vậy, người quản lý có thể ảnh hưởng đến các quyết định của hội đồng quản trị, kể cả những quyết định liên quan đến chính sách chi trả. Cấu trúc sở hữu vốn ảnh hưởng tới chính sách chi trả cho nhà quản lý thể hiện trên các khía cạnh sau đây:

- *Thứ nhất, đối với các công ty cổ phần có cấu trúc sở hữu vốn tập trung ở một vài cổ đông lớn.*

Theo khuôn khổ của lý thuyết đại diện, các cổ đông lớn với quyền kiểm soát cao sẽ đóng một vai trò quan trọng và mang tính chủ động hơn trong việc giám sát hoạt động của nhà quản lý, từ đó hạn chế được mối quan hệ xung đột đại diện giữa các cổ đông và nhà quản lý (Jensen và Meckling, 1976). Trong các công ty có những cổ đông lớn (sở hữu lượng cổ phần cao) mà chi phối hầu hết các hoạt động của doanh nghiệp, họ sẽ có ảnh hưởng rất lớn đến chính sách chi trả cho nhà quản lý. Họ thường có quyền rất lớn trong việc ký luật giám đốc điều hành và họ cũng có thể thực hiện những chính sách đãi ngộ mạnh mẽ đến nhà quản lý. Ngược lại, trong các CTCP đại chúng có cơ cấu sở hữu vốn khuếch tán, các nhà quản lý lại có khả năng can thiệp đáng kể vào các quyết định chi trả của hội đồng quản trị và những yêu sách về đãi ngộ của họ thường được hội đồng quản trị chấp nhận. Với những công ty cổ phần có loại hình sở hữu vốn như này, sự hạn chế trong quyền kiểm soát của các nhà đầu tư sẽ có xu hướng làm gia tăng chi phí chi trả khuyến khích cho nhà quản lý.

Phần lớn các nghiên cứu cho thấy mối liên quan giữa áp lực mà các cổ đông lớn chủ chốt (*blockholders*) tạo ra cho các nhà quản lý sẽ dẫn tới việc đạt được mục tiêu tối đa hóa giá trị của công ty. Shleifer và Vishny (1986) cho thấy rằng sự hiện diện của các cổ đông lớn thực hiện giám sát chặt chẽ hơn đối với những hành vi cơ hội của các nhà quản lý, từ đó giúp cho việc đảm bảo cắt giảm những quyết định mang tính tùy tiện của họ. Như vậy, việc cơ cấu sở hữu vốn mang tính tập trung xuất hiện như một sự bảo đảm của an toàn cho các cổ đông thiểu số chống lại chủ nghĩa cơ hội của người quản lý.

Theo đó, dựa trên các phân tích trên có thể nhận thấy các CTCP với cấu trúc sở hữu tập trung sẽ có thể ảnh hưởng ngược chiều đến tổng mức chi trả cho nhà quản lý. Nhìn chung, Các kết quả nghiên cứu thực nghiệm về mức độ tập trung quyền sở hữu cho thấy một mối quan hệ ngược chiều giữa sự có mặt của các cổ đông chi phối

với mức chi trả cho nhà quản lý (Haid và Yurtoglu, (2006) trên thị trường Đức và Mehran (1995) trên thị trường Hoa Kỳ). Các tác giả phản ánh sự kết hợp này với một hiệu ứng thay thế Giữa sự kiểm soát của các blocker và việc trả lương cao hơn cho các giám đốc điều hành của họ. Về mặt này, qua khảo sát cơ cấu sở hữu vốn của CTCP niêm yết ở Việt Nam nhận thấy đa số các CTCP có mức độ sở hữu tập trung khá cao. Do đó, chúng tôi hy vọng rằng các chủ chốt chủ động hành động để kiểm soát các nhà quản lý.

- Thứ hai, đối với các công ty mà nhà quản lý đồng thời là cổ đông hoặc có mối quan hệ gia đình với các cổ đông lớn của công ty

Nhìn chung, nhiều nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm đã chỉ ra sự tác động của các CTCP với loại hình cơ cấu sở hữu vốn này đến chính sách chi trả cho nhà quản lý, đặc biệt là các giám đốc điều hành. Nhà quản lý càng nắm giữ nhiều cổ phần hơn, thì lợi ích giữa nhà quản lý với các cổ đông khác càng được gắn kết, do đó hạn chế được các rủi ro đến từ các hành vi cơ hội của nhà quản lý. Sự tham gia nhiều hơn của người quản lý trong việc sở hữu vốn của công ty sẽ hạn chế được rủi ro của một chính sách chi trả quá mức, gây thiệt hại cho các cổ đông.

Theo quan điểm của Anglo-Saxon, Lambert và cộng sự (1993) và Core và cộng sự (1999) đã chỉ ra rằng mức độ chi trả cho nhà quản lý sẽ thấp hơn khi nhà quản lý sở hữu tỷ lệ vốn cao hơn trong CTCP. Họ cũng cho rằng khi đó nhà quản lý sẽ dễ dàng chấp nhận một khoản chi trả linh hoạt hơn và gắn kết mạnh hơn đến kết quả hoạt động của công ty.

Với loại hình cơ cấu sở hữu vốn này có cả điểm tích cực lẫn tiêu cực. Thật vậy, khi các nhà quản lý nắm giữ một tỷ lệ nhỏ cổ phiếu, việc tăng tỷ lệ sở hữu vốn của họ (thông qua các chương trình quyền chọn cổ phiếu hoặc thưởng cổ phiếu) có thể làm gắn kết hơn lợi ích của họ với lợi ích của các cổ đông còn lại. Ngược lại, nếu nhà quản lý đang nắm giữ lượng một tỷ lệ sở hữu vốn cao, họ cuối cùng chỉ theo đuổi lợi ích riêng của họ mà không để ý đến lợi ích của các cổ đông còn lại.

Nói cách khác, việc sở hữu một phần lớn vốn trong công ty sẽ cho phép người quản lý bắt buộc các thành viên HĐQT chấp nhận một chính sách chi trả cao tạo thuận lợi cho lợi ích cá nhân của họ. Thật vậy, bằng quyền lực của mình nhà quản lý vừa có thể đóng vai trò là chủ tịch HĐQT, vừa đóng vai trò là giám đốc (tổng giám đốc) sẽ lợi dụng những kẽ hở và hạn chế quyền kiểm soát của các thành viên hội đồng quản trị. Điều này sẽ tạo điều kiện cho hành vi chuyển giao tài sản từ các cổ đông cho các nhà quản lý, đặc biệt dưới hình thức tiền lương, tiền thưởng cao chót vót.

Roussel và Trepo (1999) quan sát thấy rằng trong các công ty ở Pháp nơi mà các nhà quản lý có khả năng quyết định về chính sách chi trả của họ, các khoản tiền thưởng thường ít gắn liền với hiệu suất của công ty. Barak et al (2011) xác nhận mối liên hệ này cho thấy bồi thường quá mức có ảnh hưởng xấu đến giá trị của công ty.

- Thứ ba, đối với các công ty cổ phần có các cổ đông là các tổ chức

Theo lý thuyết đại diện, các cổ đông tổ chức có thể tham gia vào hoạt động công ty như một cơ chế quản trị mang tính hiệu quả cao. Trên thực tế, việc tăng cường sự tham gia góp vốn của các cổ đông tổ chức vào công ty sẽ kéo theo nhiều sự ràng buộc hơn đối với các nhà quản lý. Mtanios và Paquerot (1999) lập luận rằng các nhà đầu tư tổ chức thực hiện kiểm soát chặt chẽ hoạt động quản lý của công ty mà họ đầu tư thông qua hai cách thức: (1) Họ có quyền/khả năng truy cập vào nhiều cơ sở dữ liệu để cập nhật kịp thời các thông tin về doanh nghiệp. Nhiều khoản đầu tư mà họ thực hiện giúp họ phân tích một cách chi tiết tình hình hoạt động của công ty, triển vọng tăng trưởng và chất lượng quản lý; (2) Họ có vị trí trong hội đồng quản trị và do đó họ có thể gây ảnh hưởng đến các quyết định của nhà quản lý để tối đa hóa lợi tức từ hoạt động đầu tư.

Ginglinger và L'Her (2006) chỉ ra rằng các cổ đông tổ chức cũng là một giải pháp để bảo vệ lợi ích của cổ đông thiểu số, khi cơ cấu sở hữu vốn bị chi phối bởi một cổ đông lớn. Vì vậy, họ sẽ cố gắng ngăn chặn bất kỳ hành vi nào gây phương hại đến lợi ích của họ, đặc biệt là hiện tượng lợi ích cá nhân. Theo đó, dựa trên các lập luận này, quyền sở hữu vốn của các cổ đông tổ chức sẽ tác động hạn chế việc chi trả quá mức cho các nhà quản lý.

- Thứ tư, đối với các công ty cổ phần có vốn sở hữu nhà nước chi phối.

Đây cũng là một yếu tố hết sức quan trọng tác động tới chính sách chi trả của các CTCP, đặc biệt trong bối cảnh các nước có nền kinh tế chuyển đổi như Trung Quốc và Việt Nam. Thật vậy, chính sách chi trả cho nhà quản lý điều hành CTCP có vốn Nhà nước bao gồm các quy định, chế độ lương thưởng thù lao đãi ngộ đều bị sự kiểm soát và chi phối bởi các cơ quan Nhà nước và chịu sự ảnh hưởng chặt chẽ bởi các văn bản pháp luật của Nhà nước. Từ đó, chính sách tiền lương trong các loại hình công ty này thường có hai điểm yếu cố hữu là mức lương thấp và chi trả lương cao bằng. Các điểm yếu này là do yêu cầu về sự thống nhất trả lương trong toàn bộ khu vực nhà nước. Mức lương đội ngũ quản lý, điều hành CTCP có vốn Nhà nước thường thấp hơn nhiều so với các các CTCP khác. Cơ chế trả lương cũng ít gắn với kết quả sản xuất kinh doanh, do vậy không khuyến khích đội ngũ quản lý, điều hành DNNN nỗ lực cao như đồng nghiệp của họ trong các CTCP đại chúng khác.

Hai tác giả Hongxia Li và Liming Cui (2003), thông qua việc điều tra 211 DN niêm yết từ trong giai đoạn 1999-2001, đã chỉ ra các công ty có phần vốn nhà

nước chiếm càng cao thì mức độ tác động càng mạnh mẽ đến thu nhập của ban điều hành.

Trong một nghiên cứu thực nghiệm khác về việc xem xét mối quan hệ giữa kiểm soát của nhà nước và chính sách chi trả ban điều hành của các công ty niêm yết có phần vốn Nhà Nước, các tác giả Zhaoyang Gu, Kun Wang và Xing Xiao (2010) đã chỉ rằng có mối quan hệ giữa quyền kiểm soát của nhà nước với chính sách chi trả cho ban điều hành. Cụ thể, các doanh nghiệp có mức độ kiểm soát của Nhà nước thấp hơn sẽ có mức chi trả ban điều hành cao hơn và chính sách chi trả có độ “nhạy” cao (sự biến động mạnh mẽ với các yếu tố kết quả tài chính của công ty). Tức là, mức chi trả cho ban điều hành trong các CTCP nằm dưới sự kiểm soát của chính phủ Trung Quốc có sự biến động không đáng kể giữa các công ty hoạt động tốt và các công ty hoạt động yếu kém.

Như vậy, các nghiên cứu đều cho thấy chính sách chi trả cho nhà quản lý điều hành ở các CTCP có phần vốn Nhà nước chi phối bị chịu sự tác động mạnh mẽ bởi các quy định pháp luật của chính phủ. Nếu các quy định, chính sách, pháp luật của chính phủ về vấn đề này đúng đắn sẽ tạo cơ hội, mở ra cho các CTCP nhà nước có khả năng tự chủ cao hơn trong việc xây dựng chính sách chi trả đãi ngộ cho đội ngũ quản lý điều hành của doanh nghiệp. Từ đó, giúp các CTCP vốn nhà nước nâng cao đãi ngộ cho đội ngũ quản lý điều hành của mình, gắn kết thu nhập và trách nhiệm của họ với kết quả và hiệu quả kinh doanh của công ty. Ngược lại, nếu các quy định chính sách pháp luật của chính phủ không phù hợp mang tính cào bằng, không coi trọng cho các CTCP nhà nước sẽ tạo ra những khó khăn cho việc xây dựng chính sách chi trả của các công ty gắn với từng điều kiện cụ thể của công ty.

2.4.2. Nhóm yếu tố thuộc về bản thân năng lực và hiệu quả làm việc của nhà quản lý

- *Thâm niên giữ vị trí quản lý và kinh nghiệm của nhà quản lý*: Nhà quản lý có thâm niên công tác, giữ vai trò quản lý trong nhiều năm thường sẽ nhận được mức đãi ngộ cao hơn. Kinh nghiệm cũng là một yếu tố ảnh hưởng đến những đãi ngộ của công ty và hầu hết các công ty đều xem xét đến yếu tố này trong việc thiết kế chính sách chi trả cho nhà quản lý. Nhà quản lý có kinh nghiệm quản lý thường nhận được những đãi ngộ cao. Song, không phải kinh nghiệm nào cũng là kinh nghiệm hay cho nên hội đồng quản trị cần thận trọng cân nhắc khi xem xét vấn đề này.

- *Tiềm năng của nhà quản lý*: khi những nhà quản lý chưa có đủ thời gian làm việc tại công ty hay chưa có nhiều kinh nghiệm quản lý, chưa thể thực hiện các quyết định khó khăn để điều hành các dự án hoạt động tiềm ẩn nhiều rủi ro của công ty. Nhưng họ lại có nhiều tiềm năng phát triển trong tương lai mà hội đồng quản trị nhận thấy được thì họ vẫn được chi trả mức thu nhập cao và các đãi ngộ tốt.

- *Quan điểm và tầm nhìn của nhà quản lý*: nếu các nhà quản lý ưa thích các khoản thu nhập bằng tiền trước mắt và tầm nhìn trong ngắn hạn, họ thường mong muốn thỏa thuận một chính sách chi trả chú trọng vào tiền lương và tiền thưởng hàng năm của các công ty. Ngược lại, đối với các nhà quản lý có tầm nhìn dài hạn, muốn gắn bó lâu dài và tương lai phát triển của công ty, họ thường sẽ ưa thích các gói chính sách chi trả dài ngọ dựa trên thưởng cổ phiếu hoặc các khoản thu nhập bằng tiền mặt trong tương lai lớn hơn khi doanh nghiệp phát triển.. Trong một số trường hợp, các nhà quản lý còn mong muốn làm việc để thể hiện khả năng và vị thế của mình khi trở thành những nhà quản lý hàng đầu trên thị trường, khi đó thu nhập trước mắt cũng không còn là vấn đề quan trọng đối với họ.

- *Hiệu suất làm việc và mức độ đóng góp cống hiến của nhà quản lý đối với công ty*: sau khi được đánh giá bởi HĐQT về những hoạt động, thành tích mà nhà quản lý đạt được khi điều hành hoạt động công ty. Nhìn chung, việc hoàn thành công việc của nhà quản lý được thể hiện thông qua sự thành công chung của toàn công ty khi các chỉ số đề ra đạt được ở mức độ cao. Khi đó, mức độ chi trả cho các nhà quản lý sẽ tăng lên. Ngược lại, khi các nhà quản lý không hoàn thành đa số các tiêu chí do HĐQT đặt ra thì mức chi trả cho họ cũng sẽ bị hạn chế, thậm chí trong một số trường hợp nếu gây ra tình trạng thua lỗ trong thời gian dài, các nhà quản lý có thể bị thu hồi các khoản chi trả trước đó.

Một số tiêu chí phản ánh hiệu suất làm việc của nhà quản lý gắn với chính sách chi trả của công ty cổ phần:

Các nhà quản lý điều hành chịu trách nhiệm trước HĐQT và ĐHCĐ về tổ chức triển khai thành công kế hoạch kinh doanh của doanh nghiệp. Hiệu quả làm việc của các nhà quản lý CTCP trước hết thể hiện thông qua hiệu quả làm việc của từng thành viên quản lý chủ chốt trong ban điều hành như: giám đốc điều hành, giám đốc tài chính, giám đốc kinh doanh...

Các nhà quản lý sẽ được HĐQT đánh giá về mức độ hoàn thành kế hoạch kinh doanh của doanh nghiệp hàng năm hoặc dài hạn. Các chỉ tiêu tài chính luôn đóng vai trò chủ yếu trong đánh giá mức độ hoàn thành nhiệm vụ của các nhà quản lý. Thông thường, nếu các nhà quản lý không đảm bảo 2 năm liên tiếp hoàn thành các chỉ tiêu cơ bản, họ sẽ khó giữ được vị trí này.

KPIs (Key Performance Indicators) của nhà quản lý điều hành ở mỗi vị trí khác nhau cũng sẽ có sự thay đổi tuy nhiên họ đều là những nhân sự chủ chốt nên những chỉ tiêu cơ bản quan trọng là giống nhau ở mọi vị trí. KPI của các nhà quản lý chủ chốt được xây dựng theo cách tiếp cận của thể điểm cân bằng (BSC). Với các nhà quản lý điều hành trong CTCP, KPI thường bao gồm hai nhóm chính (Bảng 2.2):

Nhóm các chỉ tiêu tài chính ngắn hạn (thường là các chỉ tiêu tài chính cốt yếu), bao gồm:

Nhóm các chỉ tiêu phát triển bền vững (bao gồm các chỉ tiêu về khách hàng, quy trình quản lý, phát triển năng lực đội ngũ và một số chỉ tiêu tài chính dài hạn).

Bảng 2.2: Các chỉ tiêu cơ bản đánh giá hiệu suất làm việc của nhà quản lý

Các tiêu chí đo lường hiệu suất làm việc (Dismensions)	Các chỉ tiêu được lựa chọn (Selected Indicators)	Ghi chú (Note)
Khả năng sinh lời (Profitability)	Lợi nhuận, Tỉ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), Tỉ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE).	Bắt buộc
Giá trị thị trường (Market Value)	Giá cổ phiếu trên thị trường, Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS), Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS), Chênh lệch giá thị trường so với giá trị sổ sách (P/B), Giá trị kinh tế gia tăng (EVA).	Bắt buộc
Tăng trưởng (Growth)	Tăng trưởng thị phần, Tăng trưởng tài sản, tăng trưởng doanh thu thuần, tăng trưởng số lượng nhân viên.	Tùy từng giai đoạn
Mức độ hài lòng của người lao động (Employee Satisfaction)	Đầu tư vào đào tạo và phát triển nhân viên, Lương bình quân tháng/người lao động, Năng suất lao động bình quân	Tùy từng giai đoạn
Mức độ hài lòng của khách hàng (Customer Satisfaction)	Khách hàng mới, Số lượng Sản phẩm/dịch vụ mới, Số lượng phàn nàn, Tỷ lệ trả lại	Tùy từng giai đoạn

Nguồn: Tác giả tổng hợp và xây dựng

Trong đó, nhiệm vụ của nhà quản lý là phải hoàn thành mọi công việc để đạt các chỉ tiêu kể trên, đặc biệt là các chỉ tiêu về tài chính. Tùy từng giai đoạn phát triển và đặc điểm tình hình kinh doanh của công ty, các chỉ tiêu phát triển bền vững khác sẽ được HĐQT giao theo các nhiệm vụ và dự án phát triển. Đây cũng chính là căn cứ để HĐQT xác định để xây dựng chính sách chi trả đối với nhà quản lý.

Số lượng và mức độ của các chỉ tiêu đánh giá hoàn thành nhiệm vụ của các thành viên điều hành nhiều hay ít tùy thuộc vào các yếu tố cơ bản sau:

Một là, năng lực của nhà quản lý chủ chốt:

Với những nhà quản lý đã được khẳng định là có năng lực tốt, HĐQT thường

sẽ tập trung vào việc giao một số các chỉ tiêu cơ bản, đặc biệt là các chỉ tiêu tài chính. Khi đó, người đứng đầu ban quản lý – CEO sẽ tự xác lập các chỉ tiêu khác và phát triển năng lực của doanh nghiệp để cân đối mục tiêu ngắn hạn và mục tiêu trung, dài hạn. Ngược lại, trong trường hợp nhà quản lý chưa được khẳng định về năng lực và cần có thêm thời gian xem xét đánh giá, HĐQT sẽ tăng cường giám sát bằng việc đưa ra thêm nhiều chỉ tiêu hơn.

Hai là, chu kỳ kinh tế và kinh doanh:

Trong các giai đoạn kinh tế tăng trưởng và doanh nghiệp có nhiều cơ hội thuận lợi từ môi trường kinh doanh, HĐQT tăng cường phân cấp và giao quyền tự chủ trong xác định các chỉ tiêu cho giám đốc điều hành. Ngược lại, khi nền kinh tế rơi vào thời kỳ suy thoái, trong điều kiện thị trường khó khăn, tiềm ẩn nhiều rủi ro, HĐQT sẽ tăng cường giám sát thông qua bổ sung nhiều chỉ tiêu về chi phí và có thể cân nhắc giảm mức độ của các chỉ tiêu tài chính trong ngắn hạn do các yếu tố khách quan đó.

Ba là, Năng lực của hội đồng quản trị

HĐQT có năng lực, tư duy và tầm nhìn tốt thường chú trọng các chỉ tiêu về dài hạn như phát triển năng lực quản lý, phát triển hệ thống, phát triển sản phẩm và dịch vụ khách hàng, chú trọng chất lượng. Việc chú trọng thúc đẩy sáng tạo là nguyên tắc của hội đồng quản trị có năng lực khi xác lập các chỉ tiêu đánh giá giám đốc điều hành.

Bốn là, Chiến lược kinh doanh và phát triển của doanh nghiệp

Trong quá trình đầu tư đổi mới sản phẩm/thay đổi chiến lược kinh doanh, doanh nghiệp phải đối mặt với việc gia tăng đáng kể các khoản chi phí phải đầu tư trong trung hạn trong khi đó các khoản doanh lợi từ việc đầu tư đổi mới chưa có, dẫn đến các chỉ tiêu tài chính trong trung và dài hạn có thể không đáp ứng được yêu cầu.

Như vậy, căn cứ vào từng thời điểm và giai đoạn nhất định của công ty, HĐQT sẽ cân nhắc sử dụng các tiêu chí đầu vào phù hợp và khoa học để xây dựng một chính sách chi trả đối với nhà quản lý vừa mang tính đãi ngộ cao vừa phản ánh đúng những giá trị mà nhà quản lý mang lại cho công ty của họ.

2.4.3. Nhóm yếu tố khác

Ngoài các yếu tố chủ yếu nói trên, một số các yếu tố khác cũng có sự ảnh hưởng nhất định đến hệ thống chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP, bao gồm:

Một là, độ khan hiếm của lao động quản lý trên Thị trường lao động: Người (HĐQT) thực hiện thay đổi hệ thống chính sách chi trả cần để ý đến các ngành đang “hot” trên thị trường tùy theo năm, mức sống chung và các điều kiện sinh hoạt tại địa

phương, các khảo sát thu nhập (lưu ý gia giảm phù hợp vì đa số các khảo sát thu nhập của các hãng lớn thực hiện trên thị trường Việt Nam hiện nay có sai lệch rất đáng kể so với mức trung bình trên thị trường thực tế), tỷ lệ thất nghiệp, các điều kiện quy định trong luật lao động hay công tác công đoàn.

Hai là, Bản chất công việc của nhà quản lý: Sử dụng các kỹ thuật khảo sát công việc, mô tả công việc và đánh giá công việc để tìm ra mức cần chi trả cho đúng giá trị công việc tạo ra, chứ không phải trả cho giờ có mặt.

Ba là, chu kỳ phát triển của nền kinh tế: Khi nền kinh tế có xu hướng phát triển với các yếu tố kinh doanh thuận lợi thì kết quả hoạt động của công ty có thể tăng mạnh mà không thực sự phụ thuộc nhiều vào các quyết định của nhà quản lý, vì thế các chính sách chi trả có thể trở nên chặt chẽ và khắt khe hơn. Ngược lại, với nền kinh tế rơi vào thời kỳ suy thoái thì các quyết định của nhà quản lý mà mang lại cho công ty không rơi vào cảnh thua lỗ đã là một kết quả đáng khích lệ, khi đó chính sách chi trả thường được cởi mở hơn.

Bốn là, ngành nghề và lĩnh vực kinh doanh: Đối với những ngành nghề kinh doanh mà độ rủi ro mạo hiểm cao cũng như đòi hỏi phải có những kỹ năng và kinh nghiệm quản lý đặc biệt như tài chính – ngân hàng, bất động sản..., chính sách chi trả có thể cần có tính khuyến khích mạnh mẽ hơn những ngành sản xuất thông thường.

2.5. Kinh nghiệm xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần ở một số nước trên Thế giới

2.5.1. Kinh nghiệm của các công ty cổ phần ở Australia

Chính sách chi trả cho nhà quản lý được hiểu bao gồm những khoản chi trả như sau: Lương cố định và các khoản định phí; Đãi ngộ khi nghỉ hưu; Các khoản thưởng ngắn hạn; Các khoản thưởng dài hạn. Theo kết quả nghiên cứu của Korn/Ferry International and Egan Associates (2008), năm 2007, tổng số tiền lương thưởng cho các nhà quản lý chủ chốt trung bình của các công ty thuộc ASX100 (Australia) này là trên 4,5 triệu USD/năm.

Theo ACSI - Australica coucil of superannuation Investors (2011), năm 2010, số tiền lương thưởng trung bình của các chủ tịch HĐQT của các công ty thuộc TOP 100 là 440.000 USD trong khi phí cho các thành viên HĐQT không điều hành là 175.000 USD (Egan Associates, 2008). Con số này trong các năm tiếp theo 2009 và 2010 tương ứng là 440.000 USD và 200.000 USD.

Về chính sách chi trả đãi ngộ cho nhà quản lý chủ chốt, theo thời gian, lương thưởng cho các nhà quản lý điều hành của 50-100 công ty niêm yết lớn nhất Australia đã tăng lên từ năm 1993 đến 2007 với tốc độ 300% đã tính đến lạm phát.

Lương trả cho CEO tăng mạnh nhất từ giữa thập niên 1990 đến năm 2000, khoảng 13%/năm đã tính lạm phát đối với TOP 100 và 16% đối với ASX50. Từ năm 2000 đến 2007, mức tăng trung bình hàng năm còn 6% đối với TOP 100. Từ năm 2006 - 2007 và 2008-2009, tổng mức chi trả cho nhà quản lý của ASX300 giảm, đặc biệt đối với các công ty trong TOP100, mức lương trả cho nhà quản lý trong giai đoạn 2 năm này giảm thực tế 16%/năm. Trong năm 2008-2009, tổng tiền lương thưởng cho các nhà quản lý của TOP 20 công ty lớn nhất Australia tương đương 7,2 triệu USD, tương đương 110 lần mức lương trung bình. Lương thưởng của các nhà quản lý thuộc 20 công ty kế tiếp chỉ bằng 2/3 (gần 4,7 triệu USD). Trong khi đó, công ty nhỏ nhất trong tổng số 2000 công ty niêm yết trên TTCK Australia chỉ trung bình 260.000 USD. Mức lương thưởng cũng khác nhau giữa các ngành khác nhau, trong khi đó cao nhất là ngành ngân hàng, viễn thông, tiêu dùng và thấp nhất là trong ngành công nghệ thông tin và điện lực (Productivity Commission 2009).

Mức tăng lương thưởng cho các nhà quản lý còn tăng cao hơn tốc độ tăng lợi nhuận của các công ty trong gần hai thập kỷ, đặc biệt đối với các công ty có quy mô lớn. Mức tăng này chủ yếu là các khoản thưởng tạo động lực, đặc biệt là các khoản thưởng dài hạn, tăng gấp 3 lần từ năm 2004 đến 2007. Tuy vậy, từ năm 2007 trở đi, các khoản thưởng dài hạn đã giảm 25%/năm và thưởng ngắn hạn thậm chí còn giảm nhiều hơn. So với mức lương trung bình của người lao động, chi trả cho nhà quản lý của các công ty TOP 100 cao gấp 20 lần trong năm 1998 và gấp 40 lần trong năm 2008 (Productivity Commission 2009).

Việc tăng mức chi trả cho nhà quản lý của các công ty niêm yết của Australia có thể lý giải do một số nguyên nhân sau: Sự phát triển của toàn cầu hóa khiến cho quy mô của thị trường tài chính Australia trở nên lớn mạnh hơn, quy mô của các công ty cũng tăng lên. Sự cạnh tranh diễn ra mạnh mẽ hơn, các công ty cần thu hút các nhà điều hành tài năng, có kinh nghiệm bằng mức thu nhập ngày càng cao hơn. Mặt khác, làn sóng nhập khẩu các nhà quản lý của Mỹ cũng dẫn đến trào lưu trả lương thưởng kiểu Mỹ cũng lan sang Australia, với mức chi trả cao. Tuy vậy, đến nay, mức chi trả cho các CEO của Australia vẫn thấp hơn Mỹ và gần bằng châu Âu (Productivity Commission 2009).

Về cơ cấu lương thưởng, có thể nhận thấy sự thay đổi rõ rệt ở các công ty niêm yết trên TTCK Australia từ giữa thập niên 1990 đến nay. Từ năm 1990, hầu hết các nhà quản lý điều hành được chi trả mức lương cố định cộng với một số khoản công tác phí. Theo Kryger (1999), từ năm 1988 đến 1996, thưởng chỉ chiếm dưới 10% các khoản chi trả. Đến cuối những năm 1990, tỷ lệ này tăng lên 20-35%. Đến

ngày nay, chi trả cho các nhà quản lý điều hành phần lớn là thưởng (thưởng tiền mặt ngắn hạn và các khoản thưởng dài hạn). Trong năm 2008-2009, gần một nửa các công ty ASX 300 trả cho các CEO dưới dạng thưởng là chính (bảng 2.3).

Bảng 2.3: Cơ cấu các bộ phận trong chính sách chi trả cho Ban điều hành của các công ty niêm yết trên ASX300 qua các thời kỳ

Đơn vị tính: 1000\$

Chỉ tiêu	Giai đoạn	CEO			Thành viên quản lý điều hành (không bao gồm CEO)		
		Lương Cơ bản	STI	LTI	Lương Cơ bản	STI	LTI
Giá trị TB	2003-04	1324	668	235	674	225	97
	2006-07	1204	1038	782	581	423	299
	2008-09	1194	583	594	554	203	208
Tỷ trọng	2003-04	59%	30%	11%	67%	23%	10%
	2006-07	40	24	36	45	32	23
	2008-09	50	25	25	57	21	22

STI: short term incentive (Chi trả khuyến khích ngắn hạn)

LTI: long term incentive and equity base incentive (chi trả khuyến khích dài hạn và liên quan đến cổ phiếu)

Nguồn: Productivity Commission, 2009

Theo bảng 2.3, cho thấy lương cơ bản của CEO và các thành viên quản lý điều hành của các công ty niêm yết trên ASX300 đều chiếm khoảng một nửa tổng lương thưởng, trong khi các khoản thưởng dài hạn có xu hướng tăng tỷ trọng, đến giai đoạn 2008-2009 đạt mức gần ngang bằng với các khoản thưởng ngắn hạn.

Như vậy, các công ty niêm yết của Australia cũng rất chú trọng đến chính sách chi trả cho nhà quản lý điều hành. Các khoản lương thưởng dành cho nhà quản lý ngày càng tăng theo thời gian. Về cơ cấu các khoản lương thưởng, thưởng dài hạn và liên quan đến cổ phiếu ngày càng gia tăng nhằm khuyến khích các nhà quản lý gắn bó và cam kết dài hạn với công ty hơn. Mặc dù không phải tất cả các khoản lương thưởng đều có tác dụng làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, một số nghiên cứu đã chỉ ra rằng, việc tăng mức lương thưởng của 200 công ty niêm yết lớn nhất Australia trong thời gian 20 năm qua có mối liên hệ tuyến tính với hiệu quả kinh doanh của công ty (Productivity Commission, 2009). So với các công ty niêm yết có cùng quy mô vốn hóa thị trường của Hoa Kỳ, mức lương thưởng của các CEO

Australia thấp hơn khá nhiều, tuy nhiên, sự khác biệt này lại không lớn đối với các doanh nghiệp trong ngành tài chính.

2.5.2. Kinh nghiệm của các công ty cổ phần ở Hoa Kỳ

Theo một nghiên cứu của công ty Luật Groom Hoa Kỳ năm 2011 về hướng dẫn các quy định trong chính sách chi trả đối với nhà quản lý công ty niêm yết của Ủy ban Chứng khoán Hoa Kỳ (SEC), SEC đã yêu cầu các công ty niêm yết công khai minh bạch hóa tất cả các thông tin nhằm giải thích rõ chính sách chi trả của các công ty này đối với nhà quản lý (tức là cách các khoản tiền được chi trả đến các nhà quản lý của họ được xác định như thế nào). SEC cũng đã công bố tổng số tiền chi trả đối với các nhà quản lý chủ chốt của các công ty niêm yết trên trang web của công ty để cho các nhà đầu tư có thể dễ dàng so sánh số tiền chi trả đãi ngộ đã được chi trả cho nhà quản lý bởi các công ty khác nhau. Dưới yêu cầu của Quốc Hội, các quy định đó của SEC sẽ tác động trực tiếp đến việc xây dựng chính sách chi trả đối với nhà quản lý của các CTCP niêm yết

Kể từ thập niên 1990, tốc độ tăng trưởng về số tiền chi trả cho các nhà quản lý cấp cao CTCP ở Hoa Kỳ đã vượt qua tốc độ lợi nhuận của công ty, tăng trưởng kinh tế và mức bồi thường trung bình cho tất cả công nhân. Giữa năm 1980 và năm 2004, người sáng lập Quỹ Mutual Fund John Bogle đã ước tính tổng mức chi trả của CEO đã tăng trưởng trung bình 8,5%/năm, so với mức tăng trưởng doanh thu trong cùng giai đoạn là 2,9%/năm và thu nhập bình quân đầu người tăng 3,1%/năm. Theo nguyên tắc chung, công ty có quy mô càng lớn thì tổng mức chi trả cho nhà quản lý của công ty càng lớn.

Một nghiên cứu của các nhà nghiên cứu thuộc trường Đại học Florida năm 2017 phát hiện ra rằng các nhà quản lý chủ chốt được chi trả đãi ngộ cao sẽ cải thiện kết quả kinh doanh của công ty [85]. Tuy nhiên, Philippe Jacquart và J. Scott Armstrong (2013) đã đánh giá lại bằng các nghiên cứu thực nghiệm về chính sách chi trả cho nhà quản lý điều hành. Đặc biệt, các tác giả kết luận rằng "quan niệm cho rằng mức chi trả cao hơn sẽ dẫn tới việc lựa chọn được những người quản lý điều hành tốt hơn đã bị ảnh hưởng bởi sự phổ biến của các phương pháp tuyển dụng đơn giản không hiệu quả. Hơn nữa, mức chi trả cho nhà quản lý cao hơn không thực sự thúc đẩy hiệu suất làm việc của họ tốt hơn, thay vào đó làm suy yếu động lực nội tại của các nhà điều hành, hạn chế việc học hỏi của họ, dẫn đến sự phớt lờ đối với các bên liên quan khác, cũng như không khuyến khích họ xem xét đến những quyết định mà có tác động dài hạn đối với các bên liên quan. Một nghiên cứu khác của giáo sư Lynne M. Andersson và Thomas S. Batemann (2002) [86] đã được công bố trên Tạp chí

Hành vi Tổ chức nhận thấy rằng các giám đốc điều hành được trả lương cao thường có thái độ tiêu cực hơn và do đó cho thấy những khuynh hướng không hiệu quả.

Lucian Arye Bebchuk & Jesse M. Fried (2004) [69] đã cho thấy, việc gia tăng mạnh mẽ về mức độ và tính chất các khoản chi trả đối với nhà quản lý của các CTCP ở Hoa Kỳ là do hai nhóm nguyên nhân chính sau: (i) Do kết quả của sự cạnh tranh của các CTCP trong việc thu hút và giữ chân đối với các nhà quản lý chủ chốt có tài năng kinh doanh khan hiếm trên thị trường lao động; (ii) Do chính sự thao túng của bản thân HĐQT khi tự nắm quyền điều hành quản lý nhằm được hưởng lợi từ giá trị của các cổ đông.

Theo Krugman, Paul (2007) [89], Luật liên bang và các quy định của SEC đã được xây dựng và phát triển nhằm ngăn chặn các chính sách chi trả quá mức đối với các nhà quản lý chủ chốt của một số các CTCP ở Hoa Kỳ trong vài thập kỷ gần đây, [89] cụ thể như: Việc giới hạn thu nhập 1 triệu đô la về khấu trừ thuế thu nhập cá nhân cũng như tối đa cho việc khấu trừ vào chi phí để tính thuế thu nhập doanh nghiệp; Hoặc [90] các quy định yêu cầu phải xây dựng chính sách chi trả đối với nhà quản lý dựa theo một mẫu chuẩn bao gồm giá trị các khoản chi trả bằng đô la đồng thời phải được công khai trong hồ sơ hàng năm của công ty.

Đối tượng thụ hưởng từ chính sách chi trả đối với nhà quản lý trong CTCP có thể là bất kỳ thành viên quản lý chủ chốt trong công ty như: chủ tịch HĐQT, phó chủ tịch HĐQT, thành viên HĐQT, giám đốc hoặc nhà quản lý chủ chốt khác. Song, các nghiên cứu tập trung chủ yếu vào chính sách chi trả cho giám đốc điều hành/tổng giám đốc (CEO). Phần lớn các khu vực kinh tế tư nhân ở Hoa Kỳ được hình thành từ các công ty mà quyền quản lý và quyền sở hữu có tách biệt đáng kể và không có sự kiểm soát chặt chẽ của các cổ đông. Sự tách biệt này xuất phát từ việc người quản lý điều hành được hưởng lợi trực tiếp từ lợi nhuận của công ty hay chính là thu nhập của các cổ đông, từ đó nảy sinh mâu thuẫn được gọi là “*vấn đề đại diện*” (*principal – agent problem*), vấn đề này phát sinh khi các nhà quản lý chủ chốt (người đại diện) hoạt động vì những lợi ích khác với lợi ích của cổ đông và có nhiều thông tin hơn các cổ đông (người sở hữu)

Chính sách chi trả của các nhà quản lý điều hành cấp cao tại các công ty niêm yết cũng phải tuân thủ các yêu cầu quy định nhất định, như công bố công khai cho Ủy ban Chứng khoán và Ngoại hối Hoa Kỳ .

Các bộ phận cấu thành nên hệ thống chính sách chi trả cho nhà quản lý chủ chốt ở các công ty cổ phần Hoa Kỳ:

Các nhà quản lý nắm quyền điều hành CTCP là người nắm giữ quyền quản lý

của công ty bao gồm chủ tịch HĐQT, giám đốc điều hành, giám đốc tài chính (CFO), phó chủ tịch HĐQT, trong một số trường hợp có các giám đốc chức năng và các nhà quản lý chủ chốt khác. Cũng giống như các nhân viên khác trong các tập đoàn Hoa Kỳ hiện đại, các nhà quản lý nhận được nhiều các khoản chi trả khác nhau bằng tiền mặt và không bằng tiền mặt hoặc các khoản trợ cấp được cung cấp để đổi lấy dịch vụ, như tiền lương, tiền thưởng, trợ cấp phụ trội, trợ cấp thôi việc, các khoản tích lũy trả dần, trợ cấp nghỉ hưu. Tuy nhiên, các thành phần chi trả trong chính sách chi trả cho nhà quản lý nhiều hơn và phức tạp hơn các nhân viên bình thường. Các nhà quản lý và HĐQT sẽ đàm phán về chính sách chi trả và đưa vào hợp đồng với các tài liệu hướng dẫn chi tiết [92] và có tính đến các quy định của chính phủ và luật thuế. Theo Bruce R. Ellig (2002), Một số bộ phận nằm trong chính sách chi trả cho nhà quản lý của một công ty niêm yết ở Hoa Kỳ bao gồm:

- Lương cơ bản: Mức lương cơ bản hàng năm cho từng nhà quản lý trong các công ty đại chúng có quy mô lớn ở Hoa Kỳ thường vào khoảng 1 triệu đô la Mỹ/năm. Mức chi trả lương cao hơn 1 triệu đô la, công ty sẽ không được khấu trừ vào chi phí để tính thuế doanh nghiệp.

- Các khoản chi trả khen thưởng khuyến khích với trọng tâm ngắn hạn dựa trên mô hình gắn với các tiêu chí nhất định như: tăng trưởng doanh thu cho giám đốc kinh doanh, tăng lợi nhuận và doanh thu đối với CEO.

- Các khoản chi trả khuyến khích mang tính dài hạn, thường là sự kết hợp của thưởng cổ phiếu, quyền chọn cổ phiếu hay các bù đắp kế hoạch khen thưởng bằng tiền dài hạn: Chi trả dựa trên vốn cổ phần nhằm liên kết chi phí quản lý với giá trị cổ phần của công ty được coi là một cách liên kết quyền lợi của nhà quản lý với lợi ích của chủ sở hữu.

- Các gói chính sách phúc lợi nâng cao thường bao gồm một chính sách bảo hiểm hưu trí dành cho nhà quản lý (Supplemental Executive Retirement Plan - SERP)

- Lợi ích và điều kiện khác, chẳng hạn như xe hơi và thành viên các câu lạc bộ

- Ngoài ra, các công ty niêm yết ở Hoa Kỳ còn sử dụng một chính sách tiền thưởng tuyển dụng “Golden hellos” cho các nhà quản lý điều hành từ các công ty đối thủ, nhằm bù đắp cho họ một khoản tiền vì việc bị mất giá trị từ các quyền chọn cổ phiếu của công ty cũ.

Lương cộng với các khoản tiền thưởng ngắn hạn thường được gọi là các ưu đãi ngắn hạn, và các gói quyền chọn cổ phiếu và ưu đãi các cổ phiếu hạn chế là các ưu đãi dài hạn.

Tạp chí Forbes (2008) [93] ước tính rằng “*khoảng một nửa số tiền trong*

chính sách chi trả của nhà quản lý tại TTCK Fortune 500 Hoa Kỳ năm 2003 là tiền mặt và tiền thưởng, và nửa còn lại là bằng cổ phiếu bị hạn chế và số tiền có được từ các lựa chọn cổ phiếu được thực hiện”.

Ví dụ chính sách chi trả ban điều hành của Tập đoàn IBM Hoa Kỳ

IBM có thể là một ví dụ điển hình cho việc áp dụng kết hợp các bộ phận nói trên trong chính sách chi trả của mình. Các nhà quản lý tại IBM được hưởng mức chi trả dựa trên kết quả hoạt động của tập đoàn, bao gồm 3 tiêu chí:

- Công hiến trong năm hiện tại (Current Year Performance): bao gồm lương và thưởng phản ánh kết quả của hoạt động điều hành trong vòng 12 tháng.

- Công hiến trong dài hạn (Long-term Performance): chế độ thưởng dài hạn phản ánh kết quả hoạt động điều hành trong vòng ít nhất 3 năm, nhằm đảm bảo giữ vững được kết quả hoạt động kinh doanh hiện tại của tập đoàn.

- Công hiến trọn đời (Full career performance): các khoản lương thưởng trả chậm, các khoản tích lũy lương hưu nhằm mục đích giữ chân các nhà điều hành hiện tại ở lại IBM cho đến cuối sự nghiệp của mình.

Chúng ta có thể nhận thấy rõ các chính sách trên của IBM trong bảng thù lao mà ông S. Palmisano, Chủ tịch kiêm Tổng giám đốc điều hành của tập đoàn IBM nhận được trong 3 năm từ 2009 đến 2011:

Bảng 2.4: Cơ cấu các bộ phận trong chính sách chi trả cho CEO của IBM giai đoạn 2009 - 2011

Năm	Các khoản chi trả hàng năm (USD)		Các khoản chi trả dài hạn (USD)		Các khoản chi trả do công hiến trọn đời (USD)		Đãi ngộ khác (Bảo hiểm, chi phí du lịch cá nhân/gia đình...)
	Lương (Salary)	Thưởng	Thưởng cổ phiếu	Thưởng quyền mua cổ phiếu	Thay đổi trong giá trị thưởng trả chậm	Thay đổi trong giá trị lương hưu	
2011	1.800.000	6.500.000	14.307.565	0	2.293.870	5.283.183	1.614.300
2010	1.800.000	9.000.000	13.319.450	0	2.395.650	4.142.277	1.061.231
2009	1.800.000	4.750.000	13.517.401	0	1.241.929	1.912.577	1.091.888

Nguồn: IBM Notice of 2015 Annual Meeting and Proxy Statement

Như vậy, chính sách chi trả áp dụng cho nhà quản lý của IBM đã hướng đến kết quả hoạt động trong dài hạn của các nhà quản lý, gắn bó chặt chẽ với mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp của các chủ sở hữu. Điều này được thể hiện ở tỷ lệ thù lao của các nhà lãnh đạo. Ví dụ đối với giám đốc điều hành, lương cứng chiếm

8%, thưởng hàng năm chiếm 29%, còn lại thưởng cổ phiếu chiếm đến 63% trong tổng mức thù lao.

Ngoài ra, tập đoàn cũng thiết lập một Ủy ban kiểm toán (Audit Committee). Hàng năm Ủy ban này đều có thảo luận với các kiểm toán viên nội bộ cũng như các kiểm toán viên độc lập của Pricewaterhouse Cooper (PwC) về quá trình báo cáo tài chính cũng như hệ thống kiểm soát nội bộ của tập đoàn. Điều này góp phần gia tăng độ tin cậy của các thông tin tài chính được cung cấp cũng như kiểm soát tốt hơn các hoạt động của Ban điều hành tập đoàn.

2.5.3. Kinh nghiệm của các công ty cổ phần ở Trung Quốc

Chính sách chi trả đối với nhà quản lý điều hành ở Trung Quốc có sự khác biệt so với chính sách chi trả ở Úc và Mỹ nhưng xu hướng đang có sự thay đổi nhanh chóng trong thời gian gần đây.

Dựa trên một nghiên cứu của Conyon (2017), chính sách chi trả cho nhà quản lý điều hành ở Trung Quốc hiện nay phần lớn vẫn bao gồm chỉ hai bộ phận tiền lương và tiền thưởng, vì quyền chọn cổ phần và ưu đãi về cổ phần là những yếu tố tương đối hiếm hoi nằm trong gói chính sách chi trả cho nhà quản lý cao cấp của Trung Quốc.

Kể từ năm 2016, các công ty Trung Quốc được liệt kê phải báo cáo tổng mức chi trả của các nhà quản lý và thành viên hội đồng quản trị hàng đầu của họ. Tuy nhiên, sự minh bạch và những thông tin mà công ty lựa chọn để phát hành ra công chúng khác nhau rất nhiều. Ở Trung Quốc, các CTCP không có vốn Nhà nước hoặc cổ vốn Nhà nước không chi phối thường thực hiện mô hình chính sách chi trả dựa trên kết quả thực hiện, trong khi các CTCP có vốn Nhà nước chi phối áp dụng một hệ thống quản lý thống nhất về tiền lương, tiền thưởng và không áp dụng chính sách chi trả ưu đãi cổ phiếu. Bồi thường điều hành cho giám đốc điều hành Trung Quốc đạt 150.000 USD một cách trung bình và tăng 9,1% vào năm 2017 [93].

Trung Quốc trong quá trình đổi mới và phát triển kinh tế, hai tác giả Hongxia Li và Liming Cui (2003), thông qua việc điều tra 211 DN niêm yết từ trong giai đoạn 1999-2001, các tác giả đưa ra mô hình quan hệ giữa chi phí đại diện (tổng mức chi trả của ban điều hành) và cấu trúc vốn. Kết quả phân tích của các DN Trung Quốc niêm yết chỉ ra tổng mức chi trả của ban điều hành phụ thuộc vào kết quả và hiệu quả điều hành DN. Sự xung đột giữa khả năng điều hành và giá trị điều hành tạo ra giá trị công ty và là cơ sở xác định tổng mức chi trả của Ban điều hành (Thể hiện qua mối quan hệ ngược dấu giữa Agency cost và Board).

2.5.4. Bài học rút ra cho các công ty cổ phần ở Việt Nam:

Qua nghiên cứu thành công và những điểm cần lưu ý trong thực trạng xây dựng và thực hiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP trên thế giới, có thể rút ra một số bài học kinh nghiệm để hoàn thiện chính sách chi trả cho các nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam như sau

* Thứ nhất, Xác định cơ cấu các thành phần trong hệ thống chi trả đảm bảo hợp lý mang tính khuyến khích cao, giảm dần tỷ trọng các khoản lương cố định, tăng tỷ trọng các khoản thưởng, các khuyến khích dài hạn.

Kinh nghiệm xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP trên thế giới cũng cho thấy, để thành công trong việc đãi ngộ các nhà quản lý, giúp họ gắn bó lâu dài với công ty, thì nhất thiết cần gắn chặt cơ chế đãi ngộ với chính sách thưởng. Đặc biệt là các khoản thưởng cho việc cống hiến trọn đời của nhà quản lý. Các khoản thưởng này có hai lợi ích: (i) Họ - các nhà quản lý chỉ được chi trả các khoản khuyến khích này khi họ thực sự tâm huyết, gắn bó với công ty trong thời gian dài; (ii) Họ cũng sẽ bị thu hồi/bồi hoàn lại các khoản thưởng đó nếu họ rời bỏ công ty trước cam kết hoặc các quyết định trong quá khứ do họ ban hành gây ra thiệt hại của công ty.

* Thứ hai, Giới hạn trần tổng mức chi trả hàng năm cho các nhà quản lý.

Nhà quản lý, được hạn chế thiệt hại (tối thiểu cũng được hưởng mức lương cơ bản) trong khi không bị hạn chế lợi ích tối đa, sẽ có xu hướng lựa chọn những dự án có mức lợi nhuận tiềm năng cao (hứa hẹn mức chi trả cao) nhưng đồng thời mức rủi ro cũng rất cao. Ý thức được nguy cơ này, cùng với lương cơ bản thông thường các doanh nghiệp cũng cần xác định một mức chi trả tối đa. Khi mức chi trả thực tế cho nhà quản lý (xác định theo kết quả hoạt động của doanh nghiệp) đạt tới mức tối đa này thì sẽ không có thưởng nữa. Việc xác định mức chi trả dựa theo các benchmarking surveys (khảo sát lương thưởng) chính là một cách giới hạn trên tổng mức chi trả cho nhà quản lý.

* Thứ ba, Sử dụng hệ thống đánh giá toàn diện với việc phối hợp các chỉ tiêu khác nhau làm căn cứ để xác định mức chi trả cho nhà quản lý, bao gồm các chỉ tiêu truyền thống như lợi nhuận, doanh thu, giá cổ phiếu... và các chỉ tiêu hiện đại như EVA, MVA...

Như đã phân tích ở trên, tình trạng thông tin không cân xứng khiến cho nhà đầu tư không thể quan sát được mức độ nỗ lực của nhà quản lý. Tuy nhiên, nhà đầu tư có thể quan sát được kết quả công việc của nhà quản lý thông qua một số tiêu chí như lợi nhuận, dòng tiền, giá trị thị trường của doanh nghiệp. Trên thực tế hầu hết

các công ty lớn ở những nước có thị trường chứng khoán phát triển đều sử dụng đồng thời hai chỉ tiêu này trong việc xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý điều hành

Hiện nay, việc sử dụng các chỉ tiêu hiện đại như EVA, MVA đã được nhiều CTCP trên thế giới áp dụng và mang lại nhiều thành công trong công tác đãi ngộ các nhà quản lý cấp cao của công ty. Những chỉ tiêu này phản ánh được thực chất quá trình phát triển của doanh nghiệp trong dài hạn, đánh giá đúng được sự gia tăng giá trị của doanh nghiệp. Với việc chú trọng phát triển các “công thức” chi trả dựa trên một hệ thống các chỉ tiêu mang tính toàn diện như vậy, các CTCP ở các nước Tây Âu và bước đầu ở một số CTCP ở Châu Á đã có điều kiện minh bạch hóa các giá trị đóng góp của nhà quản lý đối với sự phát triển dài hạn của doanh nghiệp, từ đó giúp xử lý hài hòa mối quan hệ lợi ích giữa công ty (các cổ đông) và các nhà quản lý.

* Thứ tư, Thiết lập và nâng cao hiệu quả hoạt động của Hội đồng chuyên trách về chi trả cho nhà quản lý

Bên cạnh việc sử dụng và công bố các tiêu thức định lượng rõ ràng để xác định mức chi trả cho nhà quản lý, nhưng mức chi trả cuối cùng của nhà quản lý sẽ được quyết định bởi một Hội đồng chuyên trách (Executive Compensation and Management Resources Committee).

Hội đồng này đánh giá và xác định mức chi trả cho nhà quản lý dựa trên ba yếu tố: kết quả hoạt động, tình hình phát triển thị phần của công ty và mức độ phức tạp tiềm tàng của công việc quản lý công ty.

Ngoài ra, để xác định một mức chi trả hợp lý cho nhà quản lý, các công ty cần phải tham gia vào nhiều chương trình khảo sát thù lao cho các giám đốc (executive compensation benchmarking surveys), bảo đảm chính sách chi trả của công ty có đủ sức cạnh tranh để giữ được nhân viên quản lý của mình trước sức hút của các đối thủ cạnh tranh.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Trong chương 2, trên cơ sở lý luận về chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP, tác giả đã tập trung làm rõ các nội dung cơ bản sau:

Thứ nhất, tác giả đã trình bày cơ sở lý thuyết về CTCP, nhà quản lý của CTCP, đồng thời hệ thống hóa các nội dung lý thuyết liên quan đến chính sách chi trả đối với nhà quản lý của CTCP như: vai trò, bản chất của chính sách chi trả chonhà quản lý, phân tích rõ những ưu điểm và hạn chế của từng mô hình chính sách chi trả của các CTCP.

Thứ hai, Phân tích chi tiết các yếu tố có tác động đến xây dựng và thực hiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP, trong đó bao gồm các yếu tố thuộc về CTCP như hiệu quả công ty, quy mô công ty, quy mô và quan điểm của HĐQT, cơ cấu sở hữu vốn... và các yếu tố thuộc về nhà quản lý như: năng lực, thâm niên, hiệu suất làm việc...

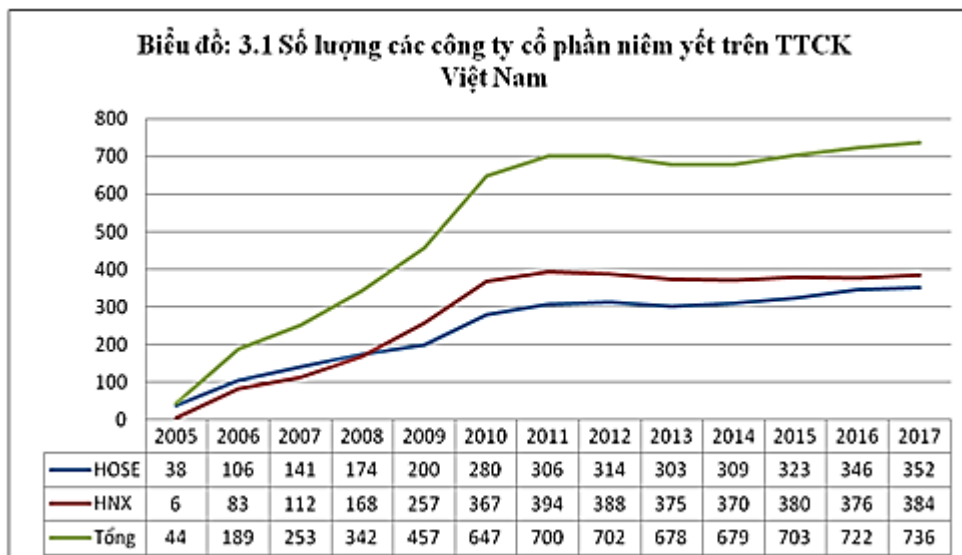
Cuối cùng, tác giả đã đưa ra được thực trạng xây dựng và thực thi chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở một số nước trên thế giới như Mỹ, Úc, Trung Quốc làm cơ sở để rút ra bài học kinh nghiệm có thể vận dụng cho các CTCP ở Việt Nam.

CHƯƠNG 3: THỰC TRẠNG CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CHO NHÀ QUẢN LÝ CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN Ở VIỆT NAM

3.1. Tổng quan về các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam chính thức đi vào hoạt động từ tháng 7 năm 2000. Sau gần 18 năm hoạt động, TTCK Việt Nam đã đạt được sự phát triển nhanh chóng về quy mô, mở ra thêm nhiều kênh huy động và đầu tư dài hạn cho nền kinh tế, từng bước đạt được những mục tiêu kinh tế và giữ vai trò quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam thời kỳ hội nhập quốc tế. Để thị trường chứng khoán Việt Nam từng bước phát triển bền vững, sánh ngang với các thị trường chứng khoán của các nước trong khu vực và trên thế giới, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) và hai Sở giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX) tiếp tục hoàn thiện thể chế, luật pháp, cơ chế chính sách liên quan đến lĩnh vực chứng khoán nói chung và của các CTCP niêm yết nói riêng để phù hợp với điều kiện nền kinh tế thị trường, thông lệ quốc tế, giúp TTCK hoạt động minh bạch, công khai, hiệu quả, lành mạnh theo cơ chế thị trường và trong điều kiện hội nhập sâu rộng với nền kinh tế quốc tế.

Số lượng CTCP niêm yết ngày càng gia tăng, là một trong những dấu hiệu cho thấy sự phát triển ngày càng lớn mạnh của TTCK Việt Nam. Đứng trên góc độ nhà đầu tư, số lượng CTCP niêm yết tăng lên đồng nghĩa với sự gia tăng lượng hàng hóa và các cơ hội đầu tư trên thị trường.

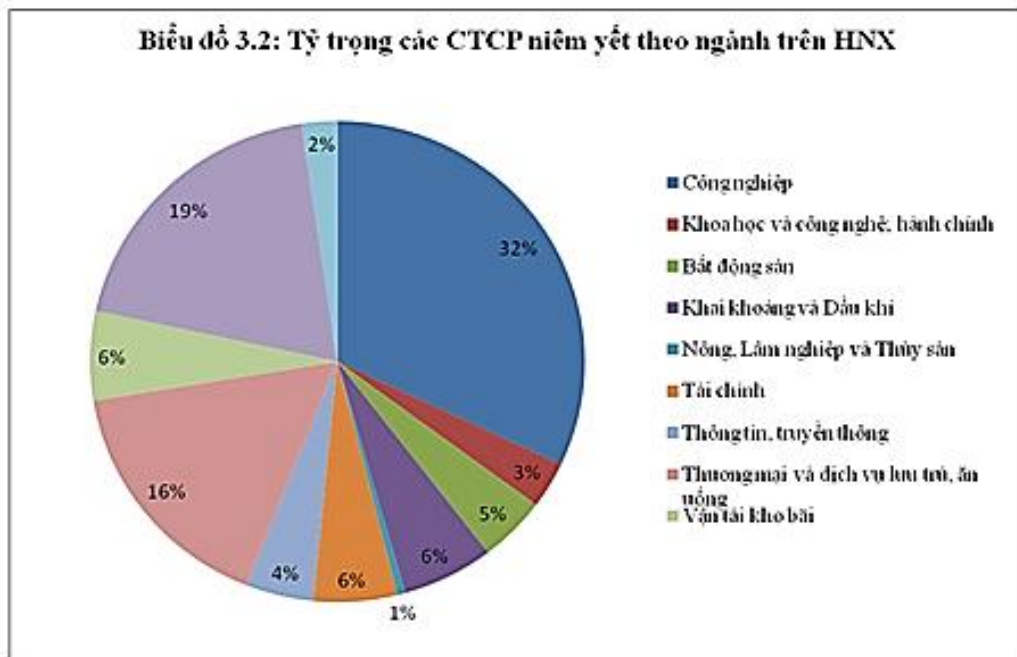


Nguồn: Tập hợp từ website <http://www.hnx.vn> và <http://www.hsx.vn>

Hiện nay, Sở GDCK TP Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX) đều có tiêu chuẩn phân ngành cụ thể cho các CTCP niêm yết. Ví dụ như hiện nay HaSIC (

Hanoi Stock Exchange Standard Industrial Classification) được sử dụng để phân ngành cho các CTCP niêm yết khi đăng ký giao dịch trên HNX. Các CTCP niêm yết được phân thành 11 ngành cấp I [100], [101], bao gồm: Nông, lâm nghiệp và thủy sản; Khai khoáng và dầu khí; Công nghiệp; Xây dựng; Vận tải kho bãi; Thương mại và dịch vụ lưu trú ăn uống; Thông tin, truyền thông và các hoạt động khác; Y tế; Hoạt động chuyên môn khoa học và công nghệ, hành chính và dịch vụ hỗ trợ; Tài chính; Bất động sản.

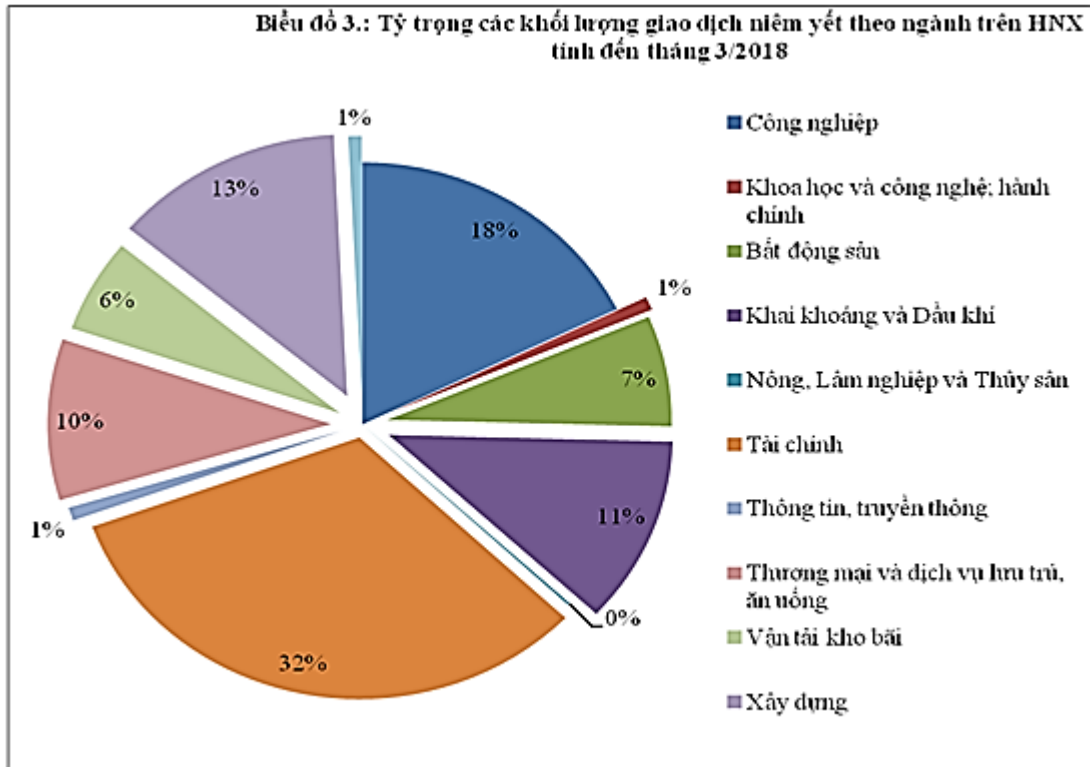
Tính đến thời điểm hiện nay đầu năm 2018, tỷ trọng các CTCP niêm yết phân theo ngành trên HNX được phân bố như sau:



Nguồn: Tập hợp từ website <http://www.hnx.vn>

Số lượng CTCP niêm yết chiếm tỷ trọng cao nhất trên sàn HNX là các công ty hoạt động trong ngành công nghiệp với 123 công ty niêm yết, tiếp sau đó là ngành xây dựng và ngành thương mại dịch vụ. Chiếm tỷ trọng số lượng công ty niêm yết ít nhất trên sàn HNX là thuộc về các công ty hoạt động trong lĩnh vực nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản với chỉ 2 công ty.

Đồng thời cũng tính đến đầu năm 2018, tỷ trọng khối lượng giao dịch niêm yết theo các ngành trên HNX cũng có sự khác biệt đáng kể, được phân bố như sau:



Nguồn: Tập hợp từ website <http://www.hnx.vn>

CTCP niêm yết trên HNX đã chọn ra 11 mã ngành cấp I, trong đó: Ngành Tài chính dẫn đầu với mức vốn hóa thị trường cao nhất đạt hơn 3.894 tỷ đồng, chiếm tỷ lệ hơn 32% toàn sàn. Xếp vị trí thứ 2 là ngành công nghiệp với mức vốn hóa đạt 2.1334 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng gần 18% trên sàn HNX, bao gồm 123 công ty niêm yết.

Ngành xây dựng với số lượng công ty niêm yết đứng thứ 2 cũng đứng thứ 3 trên sàn HNX với mức vốn hóa thị trường đạt hơn 1.586 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng trên sàn khoảng xấp xỉ 13%... Gần một nửa danh sách là các ngành có tỷ trọng thấp nhất, chỉ chiếm dưới 1% toàn sàn như: Ngành Khoa học công nghệ, hành chính (0,82%); Ngành nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản (0,12%); Ngành thông tin truyền thông (0,82%) Ngành Y tế (0,76%).

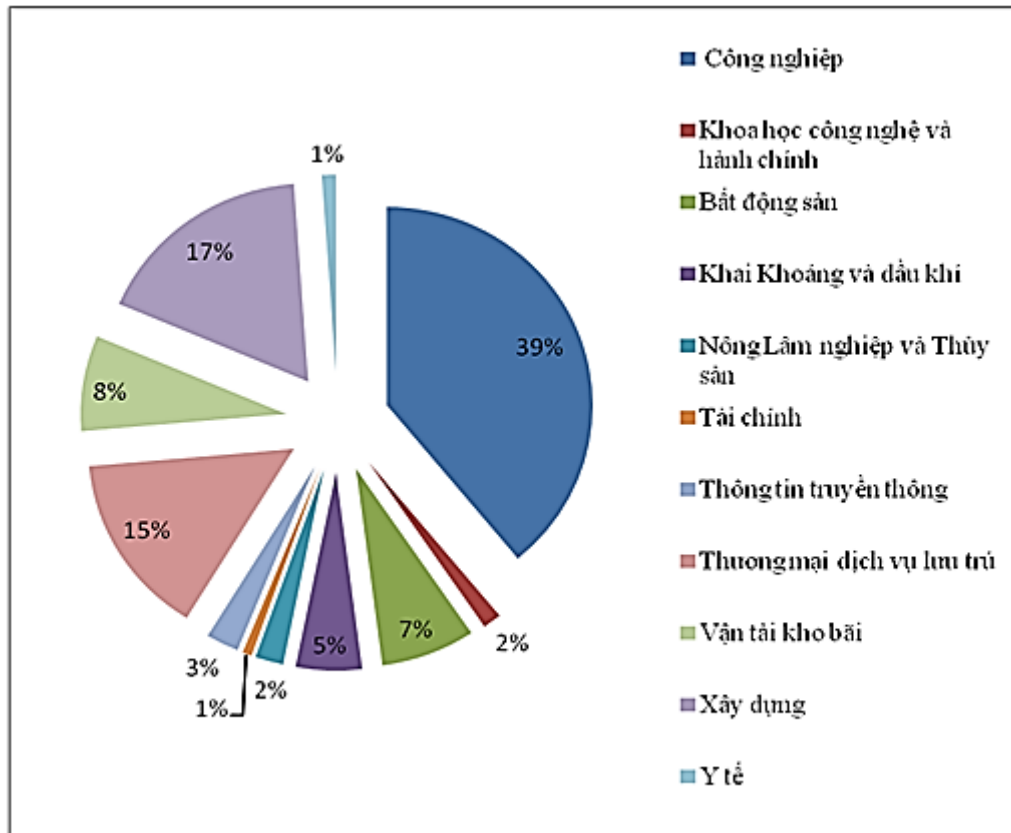
3.2. Thực trạng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam

3.2.1 Tổng quan về tình hình chi trả cho các nhà quản lý của các công ty cổ phần niêm yết Việt Nam

Trong gần 700 công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam (bao gồm cả 2 Sàn GDCK HOSE và HNX), có 269 công ty niêm yết công bố đầy đủ dữ liệu về tổng mức chi trả cho các nhà quản lý chủ chốt trong giai đoạn 7 năm từ năm 2010 đến năm 2016, với cơ cấu phân trong các ngành (theo chuẩn phân ngành của HaSIC) như sau: Ngành Công nghiệp 105 công ty (chiếm 39,03%); Ngành Khoa học công nghệ

và hành chính 4 công ty (chiếm 1,49%); Ngành Bất động sản 20 công ty (chiếm 7,43%); Ngành Khai khoáng và dầu khí 14 công ty (chiếm 5,2%); Ngành Nông lâm và ngư nghiệp 6 công ty (chiếm 2,23%); Ngành Tài chính 2 công ty chiếm (0,74%); Ngành Thông tin truyền thông 7 công ty (chiếm 2,6%); Ngành Thương mại, dịch vụ và lưu trú 40 công ty (chiếm 14,87%); Ngành Vận tải kho bãi 21 công ty (chiếm 7,81%); Ngành Xây dựng 47 công ty (chiếm 17,47%); Ngành y tế 3 công ty (chiếm 1,12%).

Biểu đồ 3.4: tỷ trọng các công ty niêm yết trong mẫu nghiên cứu phân bố theo ngành

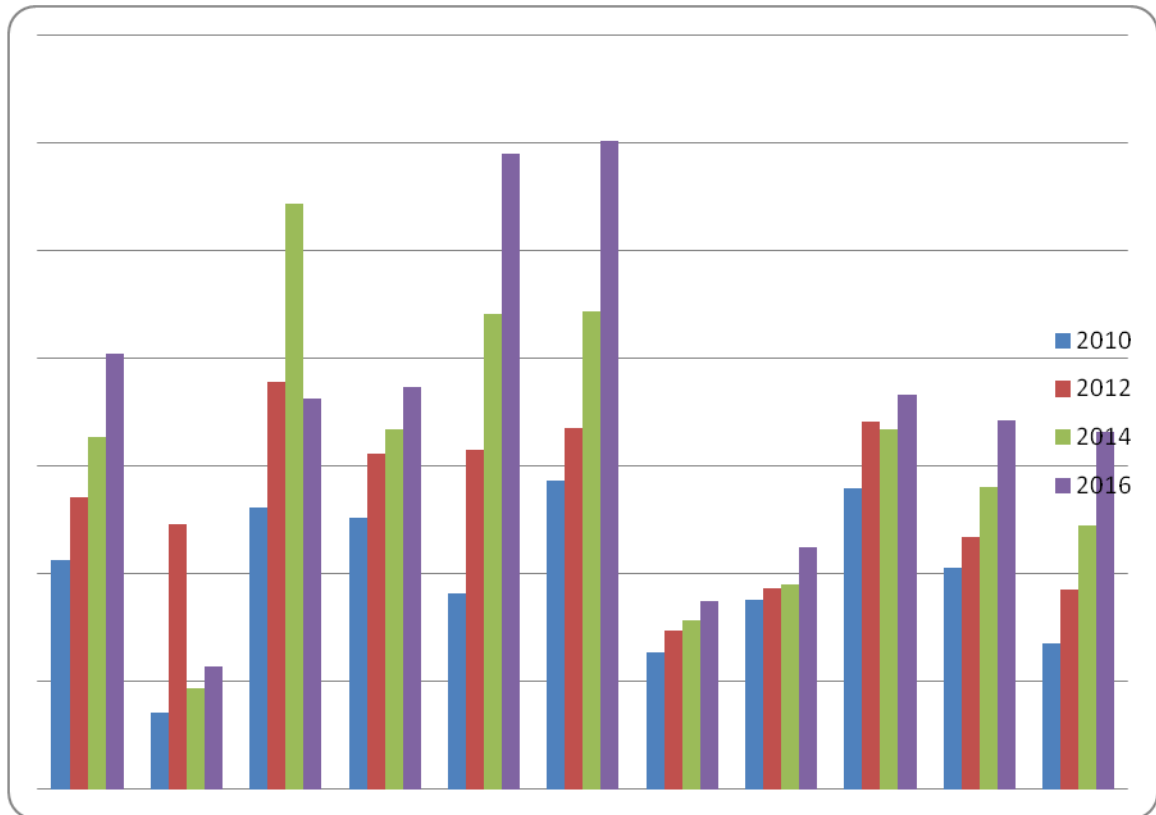


Nguồn: tác giả xây dựng và tổng hợp từ HNX và HOSE

Khi xem xét về tình hình thực hiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của một CTCP, các yếu tố được quan tâm đến là tổng mức chi trả hàng năm và cơ cấu các khoản chi trả cho nhà quản lý. Mức chi trả trung bình cho đội ngũ các nhà quản lý chủ chốt của công ty niêm yết trong từng ngành giai đoạn 2011 – 2016 được thể hiện qua biểu đồ 3.5 sau:

Biểu đồ 3.5: Diễn biến tình hình chi trả cho các nhà quản lý của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010 – 2016

Đvt: triệu đồng



Nguồn: Tác giả tổng hợp từ HNX và HOSE

Qua biểu đồ trên cho thấy, nhìn chung mức độ chi trả đối với các nhà quản lý của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam có chiều hướng tăng lên qua các năm trong giai đoạn 2010 – 2016, đặc biệt đối với các công ty trong 2 nhóm ngành Tài chính và Nông lâm nghiệp Thủy sản. Tình hình chi trả cho các nhà quản lý trong nhóm ngành thông tin truyền thông và thương mại dịch vụ lưu trú không có nhiều biến động mạnh vì đây là các ngành cơ bản nên kết quả hoạt động của các công ty không bị ảnh hưởng nhiều trong giai đoạn 2010 – 2016. Ngành mà các công ty niêm yết chi trả trung bình cho các nhà quản lý thấp nhất là ngành khoa học công nghệ và hành chính với mức chi trả trung bình cho đội ngũ quản lý của một công ty là hơn 1,2 tỷ/năm, trong khi đó ngành có mức chi trả cao nhất cho các nhà quản lý thuộc về các công ty hoạt động trong ngành tài chính và ngành bất động sản với mức chi trả trung bình một công ty lần lượt là 4,08 tỷ/năm (ngành tài chính) và 3,75 tỷ/năm (ngành bất động sản).

Ngoài ra, để kiểm tra sự khác biệt về giá trị trung bình giữa các mức chi trả của các công ty niêm yết hoạt động trong các nhóm ngành khác nhau, nghiên cứu tiếp tục sử dụng kỹ thuật phân tích ANOVA một chiều (one way ANOVA).

Vì số lượng các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam (269 công ty) được lựa chọn để phân tích trong nghiên cứu này thuộc nhiều ngành kinh tế khác nhau với số lượng công ty trong mỗi nhóm ngành có sự chênh lệch quá lớn. Do vậy, để dễ dàng quan sát sự khác biệt, nghiên cứu tập trung phân tích tình hình chi trả theo các nhóm ngành có số lượng công ty lớn như: Ngành Công nghiệp (105 công ty), Ngành Xây dựng (47 công ty), Ngành Thương mại dịch vụ lưu trú (40 công ty), Ngành Bất động sản (20 công ty), còn các ngành còn lại được khu trú thành nhóm ngành khác (57 công ty). Sau khi thực hiện kiểm định ANOVA trên excel, có kết quả như sau:

Bảng 3.1: Kết quả kiểm định Anova: Single Factor

SUMMARY						
<i>Groups</i>	<i>Count</i>	<i>Sum</i>	<i>Average</i>	<i>Variance</i>	<i>Std Dev</i>	
Công nghiệp	735	2249736.94	3060.867	41404897	6434.664	
Xây dựng	329	869145.05	2641.778	9338026	3055.818	
Thương mại	280	530124.51	1893.302	2632639	1622.541	
Bất Động Sản	140	525425.93	3753.042	51316655	7163.564	
Ngành khác	400	1203465.41	3008.664	10343515	3216.134	

ANOVA						
<i>Nguồn</i>	<i>SS</i>	<i>df</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>P-value</i>	<i>F crit</i>
Between Groups	4.27E+08	4	1.07E+08	4.417756	0.001479	2.376664
Within Groups	4.54E+10	1879	24187680			
Total	4.59E+10	1883				

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

Theo kết quả kiểm định ANOVA ở bảng 3.1 trên, cho thấy $F = 4,417 > F_{crit} = 2,376$ nên bác bỏ H_0 chấp nhận H_1 . Vậy, Mức độ chi trả cho các nhà quản lý của các công ty niêm yết hoạt động ở các ngành khác nhau cũng có sự sai khác theo từng nhóm ngành.

3.2.2. Thực trạng việc vận dụng các mô hình trong chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần niêm yết ở Việt Nam

** Thực trạng áp dụng mô hình chi trả lương cố định và lương biến đổi (bổ sung) dựa vào thang bảng lương ở các CTCP Việt Nam:*

Các nhà quản lý điều hành mặc dù là người có vai trò và vị trí chủ chốt trong tổ chức bộ máy quản lý CTCP. Song bản thân họ cũng là “người lao động” và chịu sự giám sát, đánh giá của HĐQT. Các quan hệ chi trả của công ty đối với các nhà quản lý này cũng sẽ bị chịu sự chi phối bởi các quy định của pháp luật. Do vậy, theo quy định, theo khảo sát báo cáo quy chế lương thưởng của các CTCP ở Việt Nam, 100% các CTCP hiện nay đều áp dụng mô hình trả lương cơ bản dựa trên thang bảng lương dựa trên hệ số lương cơ bản và mức lương tối thiểu vùng do Nhà nước quy định. Tuy nhiên, mỗi công ty căn cứ vào từng đặc điểm và quy mô của công ty mình

(thông qua HĐQT và Ban giám đốc) sẽ xây dựng các mức lương cơ bản bình quân, hệ số điều chỉnh trong thang bảng lương khác nhau.

Mức độ điều chỉnh của các quy định pháp luật đối với chính sách chi trả cho nhà quản lý tại các CTCP có vốn nhà nước chi phối và không có vốn nhà nước chi phối ở Việt Nam cũng có sự khác biệt đáng kể.

Riêng đối với loại hình CTCP có vốn góp chi phối của Nhà nước, chính sách chi trả tiền lương, thưởng và thù lao của thành viên HĐQT, Tổng Giám đốc, Giám đốc, Phó Tổng Giám đốc, Phó Giám đốc, Kế toán trưởng (gọi chung là người quản lý công ty) còn được điều chỉnh bởi các quy định trong Nghị định 53/2016/NĐ-CP[105] và Thông tư 28/2016/TT-BLĐTBXH [106]. Theo đó, quỹ tiền lương kế hoạch của người quản lý công ty chuyên trách được xác định dựa trên số lượng người quản lý công ty chuyên trách và mức tiền lương bình quân kế hoạch. Cụ thể:

- Mức tiền lương bình quân kế hoạch đối với người quản lý công ty chuyên trách là người đại diện phần vốn nhà nước được xác định trên cơ sở mức tiền lương bình quân thực hiện năm trước liền kề gắn với việc bảo toàn và phát triển vốn của doanh nghiệp, bảo đảm tiền lương và thu nhập của người lao động, thực hiện đầy đủ nghĩa vụ, trách nhiệm đối với người lao động và nhà nước theo quy định của pháp luật, các chỉ tiêu sản xuất, kinh doanh kế hoạch và bảo đảm tối đa không quá 36 triệu đồng/tháng (gọi là mức lương cơ bản, khi Chính phủ điều chỉnh mức lương cơ bản thì thực hiện theo quy định mới của Chính phủ) đối với công ty có lợi nhuận kế hoạch dưới 50 tỷ đồng.

- Trường hợp công ty có lợi nhuận kế hoạch từ 50 tỷ đồng trở lên thì áp dụng hệ số điều chỉnh tăng thêm tiền lương so với mức lương cơ bản. Việc chi trả tiền lương, tiền thưởng thù lao của người quản lý công ty phải gắn với năng suất lao động và hiệu quả sản xuất, kinh doanh của công ty.

** Thực trạng áp dụng mô hình ESOP trong chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP Việt Nam*

Xu hướng hiện đại hóa quan hệ giữa chủ sở hữu và đội ngũ quản lý CTCP đang có bước tiến khá mạnh, đặc biệt là đối với các CTCP có quy mô lớn không có vốn nhà nước hoặc có vốn nhà nước không chi phối ở Việt Nam. Các CTCP Việt Nam bước đầu cũng đã và đang từng bước tiếp cận với các mô hình chi trả đãi ngộ tiên tiến khác không bằng tiền mặt trên thế giới để áp dụng trong việc xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý của mình.

Căn cứ vào xu hướng áp dụng mô hình ESOP trong xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam, chúng ta có thể chia quá trình phát triển ESOP ra thành các giai đoạn sau đây:

(i) Giai đoạn trước năm 2010: Theo thống kê tại thời điểm này cả TTCK Việt

Nam mới chỉ có 3 CTCP niêm yết đầu tiên áp dụng mô hình ESOP trong việc xây dựng chính sách chi trả đãi ngộ cho các nhân sự chủ chốt của công ty, cụ thể như: Tháng 12/2004: CTCP Cơ điện lạnh (mã CK: REE) áp dụng ESOP với 880.000 cổ phiếu được phát hành cho các nhà quản chủ chốt và kéo dài trong vòng 4 năm (kết thúc vào tháng 12/2008); Tháng 7/2005: Trong đợt phát hành 2 triệu cổ phiếu (là loại chứng khoán phổ thông, tương đương tổng mệnh giá 20 tỉ đồng với giá bán 10.000 đồng/cổ phiếu), ngoài 1,7 triệu cổ phiếu mới được chào bán cho cổ đông hiện hữu, Kinh Đô cũng dành 300.000 cổ phiếu thưởng cho cán bộ quản lý chủ chốt trong Công ty; Sau khi niêm yết năm 2006 trở thành DN dẫn đầu ngành sữa, Vinamilk bắt đầu thực hiện chương trình phát hành ESOP năm 2007-2011 với gần 8,9 triệu cổ phiếu thưởng theo mệnh giá cho các nhân sự quản lý chủ chốt và các nhân viên tiềm năng.

(ii) Giai đoạn từ năm 2010 đến nay:

Tính đến thời điểm năm 2013: Thêm 8 CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam bắt đầu công bố thực hiện chính sách chi trả qua mô hình ESOP cho các nhà quản lý và cán bộ chủ chốt của mình, nâng số lượng CTCP niêm yết thực hiện ESOP lên 11/678 công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam (chiếm tỷ lệ 1,62%) bao gồm: CTCP Chứng khoán Sài Gòn (mã CK: SSI), CTCP FPT (mã CK: FPT), CTCP Đường Quảng Ngãi (mã CK: QNS), CTCP Xuất Nhập khẩu Thủy sản Bến Tre (mã CK: ABT), NHTM TMCP Sài Gòn Thương tín (mã CK: STB), CTCP Tập đoàn MASAN (mã CK: MSN), CTCP VINAGAME (mã CK: VNG), CCTCP Xây dựng COTECONS (mã CK: CTD). Đối tượng thụ hưởng chính chương trình ESOP của các công ty này là các nhà quản lý, các nhân sự chủ chốt và được đánh giá cao trong công việc.

Bảng 3.2: Tình hình thực hiện ESOP của các CTCP Việt Nam năm 2013

Công ty (Mã CK)	Ngày phát hành	Số cổ phần ESOP	Cổ phần ESOP tính theo % vốn chủ sở hữu trước phát hành ESOP
SSI	17/1/2013	1.205.200	0,342%
FPT	06/2013	1.352.922	0,494%
QNS	05/2013	4.638.969	4,973%
ABT	31/05/2013	500.000	3,675%
STB	5/6/2013	32.220.000	3,100%
MSN	31/05/2013	17.800.000	2,228%
VNG	2014-2020	3.551.232	12,372%
CTD	09/2011	1.020.000	3,32%

Nguồn: <http://vietstock.vn>

Qua bảng trên, có thể nhận thấy CTCP có công bố dự kiến phát hành ESOP để chi trả lớn nhất trong danh sách này là VinaGame, với số cổ phần dự kiến phát hành lên tới 12,732% so với tổng số cổ phần của công ty trước khi phát hành cổ phần ESOP. Chương trình này của VinaGame sẽ kéo dài trong vòng 07 năm, từ 2014 đến 2020. Các CTCP có mức trích lập quỹ ESOP ở mức trung bình, bao gồm: Mía đường Quảng Ngãi (Quasuco) với xấp xỉ 5% vốn điều lệ, Thủy sản Bến Tre (ABT) với xấp xỉ 3,7%, Coteccons với 3,32%, Sacombank với 3,1%, và Masan với 2,23%. Đặc biệt, Số lượng cổ phiếu từ chính sách ESOP của MSN phát hành cho 28 vị trí lý chủ chốt đã chính thức được giao dịch. Giá phát hành là 10.000 đồng/cổ phiếu, chỉ gần bằng 1/10 so với thị giá của MSN tại phiên ngày 19.7.2013.

Trong khi đó, Một số CTCP có quy mô lớn nhưng vẫn khá thận trọng trong việc thực hiện chính sách chi trả thưởng ESOP cho nhà quản lý như VNM, SSI và FPT có số cổ phần phát hành theo ESOP khá nhỏ, dưới 0,5%. Nguyên nhân của hiện tượng này là vì các nhà quản lý lãnh đạo chủ chốt của SSI và FPT vốn đã là các cổ đông lớn trong hai doanh nghiệp này.

Năm 2016, Dựa trên việc khảo sát nội dung dữ liệu từ các nghị quyết ĐHCĐ và HĐQT của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam, cho thấy sự xuất hiện thêm hàng loạt công ty niêm yết áp dụng thực hiện mô hình chi trả dựa trên ESOP, bao gồm các công ty như: Thế Giới Di Động (MWG), Coteccons (CTD), FPT, Đường Quảng Ngãi (QNS), Thiên Long (TLG), Masan Consumer (MSC), Đầu tư xây dựng 3-2 (C32), Dược Hậu Giang (DHG)... Trong số đó, điển hình có CTCP Đầu tư Thế giới Di Động (mã CK: MWG) với chính sách thưởng cổ phiếu ESOP với giá phát hành trung bình bằng 0.

Thực tế cũng cho thấy những doanh nghiệp đã phát hành khoản ESOP hậu hĩnh đều là những doanh nghiệp đã đạt được hiệu quả kinh doanh cao và giá cổ phiếu tăng trưởng. Chẳng hạn, năm 2016, Thiên Long đạt doanh thu hơn 2.100 tỉ đồng, tăng 15%, còn lợi nhuận sau thuế đạt 240 tỉ đồng, tăng 28%. Đối với Thế Giới Di Động, 2016 là năm thắng lớn trong mọi mặt, từ khẳng định vị thế dẫn đầu mảng bán lẻ công nghệ, điện máy cho đến đẩy mạnh phát triển các mảng (siêu thị thực phẩm Bách Hóa Xanh, xây dựng trang thương mại điện tử B2C vuivui.com) và đạt kinh doanh ấn tượng (doanh thu khoảng 2 tỉ USD, lợi nhuận sau thuế tăng 47%). Năm 2016, Coteccons cũng chứng kiến doanh thu tăng 52%, trong khi lợi nhuận tăng gần gấp đôi.

Bảng 3.3: Tình hình thực hiện ESOP của các CTCP Việt Nam năm 2016

Công ty (Mã CK)	Thời gian phát hành	Số cổ phần ESOP	Giá phát hành trung bình (đồng)	Thị giá CP lúc phát hành	Chênh lệch (tỷ đồng)
VNM	6/2016	9.440.000	37.720	140.000	965
MSN	6/2016	9.360.000	10.000	68.000	546
CTD	8/2016	2.400.000	56.000	227.000	399
SSI	12/2016	10.000.000	10.000	20.000	100
MWG	12/2016	7.330.000	0	154.000	1130

Nguồn: <http://vietstock.vn>

Qua bảng trên nhận thấy, trong số các công ty niêm yết phát hành ESOP có một số doanh nghiệp liên tục triển khai hình thức ESOP như CTCP sữa Việt Nam (VNM) liên tục từ giai đoạn 2007 đến nay, CTCP FPT (FPT) cũng liên tục từ 2012 đến nay, hay CTCP chứng khoán Sài Gòn (SSI) từ 2013 đến nay.

Giai đoạn 2010 – 2012, số lượng cổ phiếu ESOP được phát hành với quy mô còn hạn chế, năm 2010 gần 10 triệu cổ phiếu, năm 2011 trên 30 triệu cổ phiếu và năm 2012 thêm trên 8 triệu cổ phiếu. Giai đoạn 2013 đến nay đã có sự bứt phá mạnh và bùng nổ về quy mô phát hành cổ phiếu ESOP, số cổ phiếu được phát hành theo hình thức này lên tới hơn 132 triệu cổ phiếu. Tuy nhiên, xét về mặt tỷ trọng, số lượng cổ phiếu được các công ty niêm yết phát hành theo hình thức ESOP trong cả giai đoạn 2010 – 2016 vẫn chiếm tỷ trọng khá nhỏ trong tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành của các công ty, bình quân chiếm khoảng 2%. Tỷ trọng trên được đánh giá là phù hợp với hình thức phát hành ESOP giai đoạn đầu cho nhà quản lý của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Như vậy, tính đến trước năm 2010, Mới chỉ có 3 CTCP niêm yết ở TTCK Việt Nam áp dụng mô hình ESOP trong việc thực hiện chính sách chi trả cho nhà quản lý chủ chốt của công ty mình, thì tính đến thời điểm hiện nay đã có khoảng hơn 40 công ty niêm yết thực hiện chính sách chi trả dựa trên ESOP. Ở nhóm công ty chưa niêm yết, khảo sát của Công ty Lawlink năm 2015 đối với trên 12.000 DN cho thấy 15% DN đã áp dụng ESOP, trong đó chủ yếu rơi vào nhóm DN có quy mô vừa. Việc áp dụng mô hình này đã mở ra một thời kỳ cạnh tranh mới trong thị trường lao động quản lý cấp cao. Các chương trình đãi ngộ này là vô cùng quan trọng vì nó giúp tạo động cơ mạnh mẽ cho các nhà quản lý trong CTCP phấn đấu hết mình cho cổ đông. Nó cũng giúp loại bỏ tình trạng các nhà quản lý trong doanh nghiệp thay vì phấn đấu tăng trưởng công ty để hưởng ESOP thì lại tập trung vào kiếm tiền riêng từ công ty. Đương nhiên, ESOP chỉ thực sự có tác dụng mạnh nhất khi nó là một chương trình dài hạn và gắn với các thành tích phát triển của công ty

mà các nhà quản lý này đem lại. Sẽ là vô nghĩa nếu ESOP được triển khai mà thiếu vắng sự gắn kết chặt chẽ giữa thành tựu của công ty với các phần thưởng này.

3.2.3. Nghiên cứu tình huống chính sách chi trả cho nhà quản lý của công ty cổ phần FPT

3.2.3.1. Giới thiệu chung về Công ty.

Tên công ty: Công ty CP FPT

Sàn giao dịch: Sàn giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh (HOSE)

Mã chứng khoán: FPT

Ngành nghề kinh doanh: Công nghệ: gồm 3 mảng chính là Phát triển phần mềm, Tích hợp hệ thống và Dịch vụ CNTT; Viễn thông: gồm 2 mảng chính là Dịch vụ viễn thông và Nội dung số; Phân phối và bán lẻ các sản phẩm công nghệ: gồm 2 mảng chính là Phân phối các sản phẩm công nghệ và Bán lẻ các sản phẩm công nghệ; Giáo dục.

- Niêm yết ngày: 13/12/2006.

- Khối lượng cổ phiếu niêm yết hiện tại: 530,961,105 cổ phiếu.

- Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành: 530,878,729 cổ phiếu.

*** Quá trình hình thành và phát triển của CTCP FPT:**

- 13/9/1988, ra đời với tên gọi Công ty công nghệ chế biến thực phẩm (The Food Processing Technology Company), kinh doanh trong lĩnh vực công nghệ thực phẩm. Sau hơn 10 năm phát triển, tháng 3/2002 FPT đã trở thành công ty đại chúng thông qua việc tiến hành cổ phần hóa. Sau đó 4 năm vào tháng 10/2006, FPT phát hành thêm cổ phiếu cho hai nhà đầu tư chiến lược là Quỹ đầu tư Texas Pacific Group (TPG) và Intel Capital.

- 13/11/2006, cổ phiếu FPT chính thức niêm yết tại Trung tâm GDCK TP Hồ Chí Minh (nay là Sở GDCK TP Hồ Chí Minh – HOSE) với giá trị vốn hóa lớn nhất thị trường tại thời điểm niêm yết.

- Năm 2014: FPT hoàn tất thương vụ M&A đầu tiên thông qua việc mua công ty RWE IT Slovakia, tập đoàn năng lượng hàng đầu châu Âu. Bổ sung thêm một lĩnh vực đặc thù mới là hạ tầng công ích trong danh mục các lĩnh vực có khả năng cung ứng dịch vụ phần mềm của FPT.

*** Cơ cấu cổ đông của Công ty FPT rong năm 2017:**

- Cơ cấu cổ đông của Nhà nước (SCIC): 5,99%

- Cổ đông cá nhân ông Trương Gia Bình: 7,12%.

- Cổ đông nội bộ khác: 15,93%

- Cổ đông trong nước khác: 21,95%

- Cổ đông nước ngoài: 49%

- Cổ phiếu quỹ: 0,02%

* *Khái quát kết quả hoạt động kinh doanh công ty FPT:*

Bảng 3.4: Khái quát kết quả hoạt động kinh doanh của FPT giai đoạn 2014 -2016

Đvt: triệu đồng

Chỉ tiêu	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	27,027,889	32,644,656	37,959,699	39,531,469
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	2,515,630	2,459,224	2,851,149	3,013,899
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	2,065,313	2,079,125	2,438,085	2,575,691
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông Công ty mẹ	1,607,708	1,632,085	1,930,896	1,990,643
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VNĐ)	5,858	4,746	4,386	3,925
Tỷ suất lợi nhuận trên VCSH (ROEA)%	4.28	5.9	3.52	4.24
Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROAA)%	1.81	2.35	1.43	1.83

Nguồn: báo cáo tài chính – công ty cổ phần FPT

Qua báo cáo kết quả kinh doanh 4 năm liên tiếp của công ty FPT trong giai đoạn 2013 - 2016, có thể nhận xét khái quát như sau:

Doanh thu qua các năm trong giai đoạn 2013 - 2016 đều có mức độ tăng trưởng đều đặn và mạnh mẽ, mặc dù năm 2016 mức độ tăng trưởng có chậm hơn các năm trước đó, Tốc độ tăng trưởng chênh lệch 2016 so với 2015 là hơn 1500 tỷ đồng (tăng 4,14%) trong khi doanh thu các năm trước tăng trưởng trung bình hơn 5000 tỷ đồng/năm (16%/năm). Lợi nhuận sau thuế thu nhập DN của FPT qua các năm khá ổn định với mức trung bình từ 2000 đến 2500 tỷ đồng/năm và có sự tăng trưởng nhẹ qua các năm chỉ có năm 2015 là tăng trưởng đột biến so với 2014 là gần 400 tỷ (tăng 14%). Kéo theo đó, mức tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) cũng có mức độ biến động không cao trung bình quanh mức 4%/năm, cá biệt có năm mức tỷ suất ROE cao nhất đạt 5,9% vào năm 2014.

3.2.3.2. Thực trạng thực hiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của CTCP FPT giai đoạn 2010 - 2017:

CTCP FPT là doanh nghiệp niêm yết tiêu biểu trên TTCK Việt Nam khi áp dụng triệt để các mô hình chính sách chi trả khác nhau để đãi ngộ khích lệ ban điều hành và các nhà quản lý chủ chốt, bao gồm: chính sách chi trả lương thưởng bằng tiền dựa trên thang bảng lương và chính sách thưởng cổ phiếu ESOP. Chính sách chi trả

cho nhà quản lý được HĐQT FPT ban hành và áp dụng để thu hút, giữ chân cũng như để đàm phán ký kết hợp đồng đối với các nhân sự quản lý chủ chốt trong công ty.

- Các tiêu chí đầu vào được sử dụng để xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý của FPT, bao gồm 4 tiêu chí sau đây: (1) Tương xứng với kết quả công việc, giá trị đóng góp cho FPT; (2) Cạnh tranh theo thị trường; (3) Khuyến khích tăng kết quả và chất lượng công việc; (4) Công bằng và minh bạch.

- Các bộ phận cấu thành hệ thống chính sách chi trả đãi ngộ áp dụng riêng đối với nhà quản lý của FPT được phân thành các loại, gồm: Lương (Lương sản xuất kinh doanh hàng tháng (12 tháng); Lương tháng thứ 13 (tùy theo tình hình SXKD của tập đoàn và được thưởng vào dịp thành lập FPT 13/9 và Tết Âm lịch); Phụ cấp các loại cho các nhà quản lý (Đi lại, cước điện thoại di động, kiêm nhiệm, các phụ cấp đặc biệt khác...); Thưởng (Thưởng Hiệu quả kinh doanh và Thưởng thành tích theo dự án/công việc); và Phúc lợi xã hội (Bảo hiểm xã hội/y tế/thất nghiệp, khám sức khỏe/bảo hiểm FPT Care, chế độ nghỉ mát...).

- Việc xây dựng và ban hành chính sách chi trả nói chung được áp dụng trên quy mô toàn tập đoàn và được chi tiết điều chỉnh phân cấp cho từng cấp cán bộ. Theo đó, FPT phân cấp cán bộ thành 9 bậc (level); Trong mỗi bậc được chia làm 4 bậc nhỏ. Cấp cán bộ quản lý của công ty FPT được xác định từ level 5 trở lên được xác định khi tuyển dụng hoặc sau khi đánh giá hoàn thành công việc (check-point) sẽ được bổ nhiệm/miễn nhiệm.

Trong phạm vi nghiên cứu của luận án, chính sách chi trả cho nhà quản lý của FPT, bao gồm: các thành viên quản lý trong ban điều hành công ty mẹ (level 6-9), các thành viên quản lý trong ban điều hành công ty thành viên (level -6). Việc thực hiện chi trả đối với các nhà quản lý hàng năm được thực hiện bởi một ủy ban lương thưởng trực thuộc HĐQT. Mức chi trả đối với từng nhà quản lý sẽ căn cứ vào kết quả kinh doanh chung của toàn công ty và hiệu suất làm việc của các nhà quản lý này.

*** Về chính sách chi trả lương, thưởng bằng tiền mặt đối với nhà quản lý của CTCP FPT**

Để thực hiện chính sách chi trả tiền lương, thưởng cho các nhà quản lý chủ chốt cấp tập đoàn và cấp công ty thành viên, FPT thực hiện phân chia cán bộ theo từng ngành công việc rồi từ đó xây dựng hệ thống thang bảng lương và mô hình chính sách chi trả thưởng gắn với từng ngành công việc trong thang bảng lương; Cụ thể:

- Về chính sách chi trả lương đối với nhà quản lý:

Đối với chính sách chi trả lương cho nhà quản lý, cũng giống đại đa số các

doanh nghiệp ở Việt Nam, CTCP FPT áp dụng mô hình chi trả lương dựa trên thang bảng lương và có sự điều chỉnh các tiêu chí về ngạch và cấp bậc quản lý gắn với quy mô đặc điểm của bản thân công ty mẹ và từng công ty thành viên. Cụ thể:

Tương ứng với các cấp cán bộ, FPT phân chia 4 ngạch công việc, gồm: Nhân viên thừa hành nghiệp vụ; Chuyên viên - Chuyên gia; Quản lý (Cán bộ quản lý có kiến thức và kỹ năng để thực hiện nhiều công việc phức tạp, có khả năng làm việc độc lập cao, triển khai các chính sách quy định, giám sát được dự án quy mô); và Lãnh đạo (Cán bộ lãnh đạo có khả năng xây dựng chiến lược, kế hoạch ở quy mô các cấp, có khả năng triển khai thực hiện chiến lược, kế hoạch và chính sách của công ty/đơn vị).

Cấu trúc hệ thống thang bảng lương trong chính sách chi trả của công ty được xây dựng theo 4 ngạch công việc, tương ứng với mã A, B, C và D (thay cho bảng lương F). Trong đó, ngạch A dùng cho nhóm Nhân viên thừa hành nghiệp vụ (level 1-2); Ngạch B là nhóm Chuyên viên - Chuyên gia (level 3-7); Ngạch C dùng cho nhóm Quản lý (level 3-6) và nhóm Lãnh đạo (level 5-9) tương ứng với ngạch D. Thang bảng lương cũng được điều chỉnh mỗi năm một lần dựa trên hệ số điều chỉnh.

Mỗi nhà quản lý được gắn với bậc chức danh công việc, thể hiện công việc mà người đó nắm giữ để thực hiện chức năng, nhiệm vụ của mình trong hệ thống mô tả công việc MyFPT.

- Về mô hình chính sách chi trả thưởng bằng tiền mặt:

Căn cứ vào kết quả kinh doanh, hàng năm HĐQT sẽ quyết định mức trích lập tỷ lệ % trên lợi nhuận sau thuế cụ thể (không quá 0,49%) để chi trả thưởng cho các nhà quản lý. Tỷ lệ thực trích qua các năm để trả thưởng cho các thành viên quản lý trong ban điều hành như sau:

Năm 2014: trích lập 0,46% lợi nhuận sau thuế.

Năm 2015: trích lập 0,44% lợi nhuận sau thuế.

Năm 2016: trích lập 0,44% lợi nhuận sau thuế.

Như vậy, trong hệ thống chi trả đãi ngộ này, thu nhập bằng tiền mặt của nhà quản lý được phân chia thành 2 bộ phận gồm: Thu nhập theo lương cố định, Thu nhập theo kết quả công việc (thưởng). Trong đó, lương mềm dự kiến chiếm từ 40 đến 50%. Thu nhập của nhà quản lý nhóm này căn cứ theo vị trí công việc đảm nhận, mức độ hoàn thành kế hoạch kinh doanh của FPT hoặc của công ty thành viên cùng mức độ hoàn thành của cá nhân trong năm.

*** Về chính sách chi trả khuyến khích bằng thưởng cổ phiếu ESOP cho các nhà quản lý của FPT:**

Ngoài ra, HĐQT của CTCP FPT cũng đang từng bước áp dụng mô hình thưởng cổ phiếu ESOP đối với các nhân sự quản lý chủ chốt suất xác thuộc tập đoàn, đối tượng thụ hưởng chủ yếu chính là các nhà quản lý (level 5 trở lên).

- Nguồn hình thành chính sách thưởng bằng cổ phần trích từ lợi nhuận sau thuế và quỹ cổ phần phát hành cho mục đích thưởng chính thức được FPT ban hành và đưa vào sử dụng. Việc quyết định tỷ lệ mức trích lập để chi trả cho các nhân sự có thành tích đóng góp xuất sắc hàng năm do HĐQT quyết định dựa trên kết quả kinh doanh của năm đó.

- Quyền mua cổ phiếu với giá ưu đãi được dành cho nhà quản lý có đủ thâm niên 2 năm công tác liên tục trở lên. Quyền mua được phân bổ theo từng cấp cán bộ dao động từ 100 đến 12.700 cổ phần. Hàng năm ĐHCĐ phê duyệt quyền mua cổ phần của các nhà quản lý trên cơ sở đề xuất của HĐQT, thời điểm để chốt danh sách mua cổ phần là 31/12.

- Tỷ lệ phát hành: Tổng số lượng phát hành theo Chương trình này không quá 0,5% vốn điều lệ tại thời điểm phát hành và tỷ lệ trích lập hàng năm căn cứ vào mức độ tăng trưởng lợi nhuận hàng năm (Bảng 3.5)

Bảng 3.5: Chính sách phát hành cổ phiếu ESOP hàng năm theo tăng trưởng lợi nhuận của FPT giai đoạn 2013 – 2017

% tăng trưởng lợi nhuận hàng năm	Tỷ lệ phát hành so với vốn điều lệ (x)
Từ 10%/năm trở lên	$x = 0,5\%$
Từ 3% - 10%/năm	$0\% < x < 0,5\%$
Dưới 3%	$x = 0,0\%$

Nguồn: Báo cáo đại hội cổ đông FPT

- Thời gian và danh sách các nhà quản lý của FPT được thực hiện ESOP do HĐQT xây dựng phương án và quyết định căn cứ vào hiệu suất làm việc (KPIs) của từng nhà quản lý và kết quả thực hiện các mục tiêu kế hoạch về lợi nhuận hàng năm.

Bảng 3.6: Tình hình chi trả ESOP của FPT giai đoạn 2013 - 2017

Thời gian phát hành	Số cổ phiếu ESOP Phát hành	Giá phát hành trung bình (đồng)	Thị giá CP lúc phát hành (đồng)	Chênh lệch (tỷ đồng)	Tỷ lệ phát hành so với vốn điều lệ	Tăng trưởng lợi nhuận (%)
6/2013	1.352.922	10.000	38.000	37,88	0,494%	5%
2014	0	0	0	0	0	0,67%
4/2015	1.718.317	10.000	49.000	67,01	0,5%	17,2%
4/2016	1.986.829	10.000	48.000	75,5	0,49%	5,6%
4/2017	2.296.370	10.000	45.600	81,75	0,5%	13%

Nguồn: Nghị Quyết của HĐQT FPT năm 2013, 2014, 2015, 2016, 2017

Qua bảng 3.6 trên, cho thấy chính sách thưởng cổ phiếu thông qua mô hình ESOP của FPT đang có xu hướng tăng lên cả về số cổ phiếu phát hành (từ 1,35 triệu cổ phiếu năm 2013 lên 2,3 triệu cổ phiếu năm 2017) lẫn số tiền chênh lệch mà các nhà quản lý điều hành nhận được từ khoảng 37,88 tỷ đồng năm 2013 lên 81,75 tỷ đồng năm 2017.

*** Đánh giá kết quả việc thực thi chính sách chi trả nói trên đối với các nhà quản lý của FPT:**

- Một là, cơ cấu thành phần các khoản chi trả của FPT khá hợp lý và phù hợp với tình hình SXKD của công ty.

Bảng 3.7: Cơ cấu các khoản chi trả đối với các nhà quản lý điều hành chủ chốt của FPT giai đoạn 2014 - 2016

Đơn vị tính: triệu đồng

Chỉ tiêu	Năm 2014		Năm 2015		Năm 2016	
	Số tiền	Tỷ trọng	Số tiền	Tỷ trọng	Số tiền	Tỷ trọng
Lương	9.964,8	51%	9.200	46%	9.870	46%
Thưởng	9.564	49%	10.727	54%	11.333	54%
Tổng thu nhập	19.528,8	100%	19.927	100%	21.203	100%

Nguồn: Báo cáo thường niên 2013, 2014, 2015, 2016 của FPT

Qua bảng 3.7 cho thấy, cơ cấu thu nhập của các nhà quản lý chủ chốt FPT biến động không đáng kể giữa các năm, trung bình tiền lương chiếm 46%, thưởng

chiếm 54%, thù lao không có. Trong đó, riêng cơ cấu thu nhập của Tổng giám đốc Bùi Quang Ngọc, lương chiếm 40%, thưởng chiếm 60%.

Kết quả của việc áp dụng chính sách chi trả cho nhà quản lý điều hành của FPT: Tổng tiền lương ĐHCĐ phê duyệt là 10.760 triệu đồng/năm nhưng thực chi năm 2015 là 9.200 triệu đồng/năm; khoản thu nhập quan trọng với họ chính là tiền thưởng chiếm tỷ trọng 49% trên tổng thu nhập (năm 2014) và 54% trên tổng thu nhập (năm 2015, 2016) lợi nhuận sau thuế. Với chính sách lương thưởng dựa trên lợi nhuận sau thuế, các khoản chi trả bằng tiền mặt trung bình giai đoạn 2011 – 2016 dành cho đội ngũ cán bộ quản lý FPT lên đến gần 20 tỷ đồng/năm. Đây là mức thu nhập tương đối cao dành cho đội ngũ nhà quản lý của FPT so với các công ty niêm yết khác trên TTCK Việt Nam

- Hai là, Chính sách chi trả cho nhà quản lý FPT đã được xây dựng trên cơ sở hiệu quả kinh doanh gắn với các tiêu chí lợi nhuận và tăng trưởng lợi nhuận.

Trong giai đoạn 2010 – 2017, chính sách chi trả bằng tiền mặt và bằng cổ phiếu của FPT đều dựa trên các tiêu chí quan trọng phản ánh hiệu quả kinh doanh như Lợi nhuận và mức độ tăng trưởng lợi nhuận, cụ thể: Thưởng tiền mặt (trích trung bình 0,45%/LNST hàng năm), Thưởng cổ phiếu (trích trung bình 0,49%/vốn điều lệ căn cứ vào kết tăng trưởng lợi nhuận hàng năm). Do vậy, với kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ giữa các năm thì tổng mức chi trả cho các nhà quản lý của FPT cũng tăng theo.

- Ba là, FPT đã áp dụng đa dạng các mô hình chi trả khác nhau để tạo động lực cho nhà quản lý, bao gồm: Mô hình chi trả lương cố định và lương biến đổi dựa vào thang bảng lương; Mô hình thưởng tiền mặt dựa trên kết quả công việc (KPIs); Mô hình chi trả đãi ngộ thưởng cổ phiếu.

Như vậy, FPT cũng có cách chính sách chi trả đãi ngộ cho các nhà quản lý khá đặc biệt, đó là gắn với cơ chế thưởng khuyến khích mạnh mẽ. Chính sách chi trả đãi ngộ hiện tại của FPT được minh bạch hóa tới từng cán bộ nhân viên và được xây dựng áp dụng chung cho cả các cán bộ quản lý và lãnh đạo công ty: 100% cán bộ nhân viên (CBNV) biết kế hoạch thu nhập năm của mình từ đầu năm. Điều này nhằm tạo động lực, khuyến khích trực tiếp đến từng cá nhân.

Tuy nhiên, chính sách chi trả trên còn gặp một số hạn chế như: Tỷ lệ phát hành để thưởng cổ phiếu trong chương trình ESOP áp dụng đối với các nhà quản lý còn thấp và giá phát hành còn chưa hấp dẫn trong bối cảnh thị trường chứng khoán còn đang khá trầm lắng; Hình thức khen thưởng bằng tiền mặt được trích từ lợi nhuận sau thuế khá đơn giản và còn phụ thuộc nhiều vào thang bảng lương; Cơ cấu khen thưởng mặc dù đã tăng dần tỷ trọng của các khoản thưởng nhưng vẫn tập trung

vào thường ngắn hạn bằng tiền mặt, chưa có những khoản thưởng mang tính chất dài hạn gắn lợi ích của nhà quản lý với công ty lâu dài.

3.3. Mô hình đánh giá tác động của các yếu tố đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần niêm yết ở Việt Nam

3.3.1. Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

3.3.1.1. Xây dựng giả thuyết nghiên cứu và thước đo các biến nghiên cứu

Trên cơ sở lý luận và tổng quan tài liệu các công trình nghiên cứu về tác động của các yếu tố đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của CTCP, và dựa trên khoảng trống nghiên cứu mà luận án đã chỉ ra, luận án tiến hành xây dựng các giả thuyết nghiên cứu với mục đích nhận định sơ bộ về kết quả tác động của các yếu tố đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của CTCP. Cụ thể:

** Thước đo về chính sách chi trả cho nhà quản lý:*

Trong khi các yếu tố đầu vào để xác định chính sách chi trả cho nhà quản lý của một CTCP là: Hiệu quả làm việc, năng lực và thâm niên của nhà quản lý, nguồn lực tài chính v.v... Kết quả đầu ra của việc thực thi một chính sách chi trả cho nhà quản lý của một CTCP được thể hiện thông qua 2 chỉ tiêu cơ bản; đó là: (i) Tổng mức chi trả cuối cùng cho các nhà quản lý; (ii) Cơ cấu tỷ lệ các bộ phận cấu thành trong hệ thống chi trả. Nhiều CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam có công bố tổng mức chi trả cho các nhà quản lý chủ chốt, nhưng lại có rất ít công ty niêm yết công bố cơ cấu các khoản chi trả đó. Do vậy, trong phạm vi nghiên cứu định lượng kiểm định mô hình đánh giá các yếu tố tác động đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam, nghiên cứu sinh sử dụng thước đo biến phụ thuộc là *tổng mức chi trả cho các nhà quản lý chủ chốt (Total manager/executives compensation – TCOM)*

** Hiệu quả công ty (Firm Performance):*

Hiệu quả của các doanh nghiệp được đo lường bằng nhiều các chỉ tiêu khác nhau, trong đó có các chỉ tiêu truyền thống như: ROA, ROE, ROI, Lợi nhuận, Doanh Thu... hay các chỉ tiêu mang tính thị trường cao như: EVA, MVA. Tuy nhiên, trong nghiên cứu này tác giả tập trung vào sử dụng chỉ tiêu ROE.

ROE (Return on Equity) là chỉ tiêu quan trọng đối với các cổ đông, giúp theo dõi xem một đồng vốn bỏ ra tích lũy được bao nhiêu đồng lời. Tỷ lệ ROE càng cao càng tốt, điều đó chứng tỏ rằng công ty sử dụng hiệu quả đồng vốn của cổ đông. ROE phản ánh hiệu quả hoạt động của công ty qua việc 1 đơn vị vốn chủ sở hữu tạo ra bao nhiêu đơn vị lợi nhuận.

$$\text{ROE} = \text{lợi nhuận ròng sau thuế} / \text{vốn chủ sở hữu} \times 100\%$$

Khi đầu tư vốn, cổ đông cố gắng thúc đẩy các nhà quản lý điều hành công ty

theo hướng tối đa hóa lợi ích cho cổ đông. Tuy nhiên, người quản lý có thể có những mục đích riêng và có khả năng theo đuổi lợi ích cá nhân trong việc điều hành công ty. Do đó HĐQT được cổ đông bầu ra để giám sát các nhà quản lý. Một khi, vai trò giám sát của HĐQT không thật sự hiệu quả sẽ dẫn đến mâu thuẫn về lợi ích giữa cổ đông với HĐQT. Theo Jensen và Murphy (1990), giải pháp chính để giải quyết mâu thuẫn lợi ích là đưa ra các chính sách chi trả cho nhà quản lý dựa trên thu nhập của cổ đông. Nếu chính sách chi trả được tổng hòa dựa trên hiệu quả công ty sẽ khuyến khích các nhà quản lý nhằm tối đa hóa giá trị công ty và quyền lợi cho cổ đông (Dhaouadi, 2012).

Một số nghiên cứu khác cũng cho thấy tồn tại mối quan hệ tích cực giữa hiệu quả công ty với tổng mức chi trả cho các nhà quản lý như nghiên cứu của Barontini và Bozzi (2009), Andreas và các tác giả (2010), Darmadi (2011). Có những nghiên cứu khác cũng đã cho thấy một mối tương quan dương mạnh mẽ giữa kết quả tài chính với mức chi trả cho nhà quản lý ở các CTCP như: Belliveau và cộng sự (1996) với mức độ tương quan là 0.41 trong khi đó các nghiên cứu của Finkelstein and Boyd (1998) thì mức độ tương quan thấp hơn chỉ là 0.13 và của Johnson (1982) thì kết quả là 0.003.

Ngược lại, nghiên cứu của của Brick và cộng sự (2005) lại chỉ ra rằng có một mối tương quan âm mạnh giữa mức chi trả cho quản lý và kết quả hoạt động của công ty. Cùng viết về chủ đề này, Zhou (2000) cũng đã nghiên cứu các công ty ở Canada và phát hiện ra rằng mức chi trả cho các CEO phụ thuộc nhiều vào kết quả của công ty.

Mặc dù vẫn còn nhiều ý kiến không đồng nhất về ảnh hưởng của hiệu quả công ty đến thu nhập ban điều hành, song phần lớn kết luận từ các nghiên cứu thực nghiệm đều thừa nhận có tác động tích cực giữa hiệu quả công ty tới tổng mức chi trả đối với các nhà quản lý. Do vậy, Giả thuyết được đưa ra là:

H1: Hiệu quả công ty có tác động tích cực đến tổng mức chi trả cho nhà quản lý.

** Quy mô Hội đồng quản trị (Board size):*

Quy mô HĐQT được đo lường bằng số lượng thành viên HĐQT trong HĐQT.

Dựa trên các nghiên cứu trước đây, số lượng thành viên ban quản trị cũng là một biến giải thích quan trọng nhằm xem xét sự tác động của nó trong việc chi trả cho các thành viên Ban điều hành. Cụ thể, chức năng quan trọng của Hội đồng quản trị là thiết lập chính sách thu nhập cho ban điều hành cũng như giám sát các hoạt động của ban điều hành. Tuy nhiên, các chức năng này có thể bị ảnh hưởng bởi các nhân tố mang tính xã hội (như tình bạn, quan hệ gia đình,...). Vì thế, một hội đồng

quản trị có quy mô lớn hơn có thể dễ dàng tạo điều kiện cho ban điều hành thao túng và do đó quy mô HĐQT nhỏ có hiệu quả hơn trong việc kiểm soát các hành động của ban điều hành. (Jensen 1993). Quan điểm này cũng được chia sẻ bởi Lipton và Lorsch (1992) cũng như Yemack (1996).

HĐQT có quy mô lớn đến một mức nào đó sẽ xuất hiện các yếu tố bất lợi như: khó khăn trong việc phối hợp ra quyết định, tính ỷ lại trong giám sát (Jensen, 1993; Eisenberg và các tác giả, 1998). Những khó khăn trên còn được gọi là rào cản sự giám sát. HĐQT đại diện cho các cổ đông và phải hành động vì những lợi ích chung của họ. Đã có nhiều các nghiên cứu khác nhau đã phát hiện ra những kết quả khác nhau xung quanh mối quan hệ giữa các thành viên HĐQT và hoạt động tài chính. Dalton và cộng sự (1999) đã thực hiện phân tích 131 công ty Mỹ nhưng không tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ giữa thành phần ban quản trị và kết quả tài chính. Một nghiên cứu khác của Hermalin và Weisbach (1998) cho thấy rằng hội đồng quản trị lớn là có liên quan đến hoạt động của công ty. Những nghiên cứu này đã giải quyết về quy mô của Hội đồng Quản trị và hiệu quả hoạt động của công ty, tuy nhiên, nghiên cứu của tác giả lại đề cập đến số lượng thành viên Hội đồng Quản trị và sự ảnh hưởng của nó đến việc bồi thường của ban điều hành. Guest (2009) đã nghiên cứu về 1880 công ty công tại Vương quốc Anh từ giai đoạn 1983-2002 và thấy rằng khi quy mô của Hội đồng tăng lên, mức thu nhập của ban điều hành cũng tăng lên. Tương tự, Core và cộng sự (1999) đã thực hiện một nghiên cứu trên 205 công ty thương mại niêm yết và tìm thấy các Hội đồng quản trị lớn hơn sẽ đưa ra mức chi trả chi trả nhiều hơn cho các CEO. Conyon và He (2004) cũng cho thấy có mối tương quan cùng chiều giữa quy mô HĐQT với thu nhập ban điều hành.

Trái ngược với quan điểm trên, khi quyền hành và tự ý quyết định của các nhà quản lý điều hành gia tăng đồng nghĩa với khả năng giám sát của HĐQT suy giảm (Hermalin và Weisbach, 1998). Đến một mức nào đó, các nhà quản lý sử dụng quyền hành của mình để gây áp lực lên các mức lương thưởng nhằm hạn chế khả năng giám sát của HĐQT. Điều đó đồng nghĩa với việc, khi số lượng và chất lượng thành viên HĐQT đủ mạnh sẽ giám sát và hạn chế quyền lực của ban điều hành, từ đó sẽ cắt giảm được mức thu nhập quá mức của các thành viên ban điều hành. Minh chứng cho nhận định này, nghiên cứu của Ryan và Wiggins (2004); Adams và các tác giả (2009) cho thấy quy mô HĐQT tác động tiêu cực đến thu nhập điều hành.

Như vậy, mặc dù còn có nhiều các kết quả khác nhau đã được chỉ ra về mối tương quan giữa số lượng thành viên HĐQT với thu nhập ban điều hành ở các nghiên cứu thực nghiệm trước đây, song qua khảo sát phỏng vấn định tính ở Việt Nam số

lượng thành viên HĐQT lớn có tác động tích cực và đáng kể vào chính sách lương thưởng của ban điều hành. Giả thuyết thứ hai của nghiên cứu này được đưa ra là:

H2: Một HĐQT quy mô lớn sẽ chi trả nhiều hơn cho các nhà quản lý.

* *Quy mô công ty (Firm size):*

Theo các nghiên cứu trước đây, quy mô của công ty được xác định bằng giá trị tổng tài sản (giá trị sổ sách) của công ty, do quy mô công ty có giá trị lớn nên biến FIRM SIZE được lấy giá trị logarit, nghĩa là bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản của công ty.

$$Firm\ size = Ln(TotalAsset)$$

Đây là một trong những biến giải thích quan trọng khác trong việc xác định thu nhập chi trả cho nhà quản lý. Quy mô công ty là một trong những biến giải thích quan trọng khác trong việc xác định thu nhập chi trả cho nhà quản lý. Thông thường, các công ty có quy mô lớn bao gồm cả quy mô vốn – giá trị sổ sách (book value) hay quy mô vốn hóa thị trường (market value) sẽ có xu hướng chi trả cao hơn so với các công ty có quy mô vốn nhỏ do họ có điều kiện thuận lợi về uy tín và nguồn lực tài chính để thuê nhân sự cao cấp tài ba vào vị trí điều hành doanh nghiệp.

Khi nghiên cứu các công ty niêm yết tại thị trường chứng khoán Thụy Sĩ trong giai đoạn từ 2004 đến 2008, Usman Tariq (2010) đã tìm thấy mức thu nhập của giám đốc điều hành là một hàm đồng biến với quy mô công ty, công ty có quy mô càng lớn thì mức chi trả thù lao cho nhà quản lý cũng càng tăng. Tương tự, trong nghiên cứu của Shah và cộng sự (2009) với việc khảo sát dữ liệu từ 114 công ty niêm yết ở Pakistan trong giai đoạn 2002 – 2006 đã xác định rõ các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ chi trả cho các giám đốc điều hành, trong đó quy mô công ty (firm size) có tác động tích cực đến thu nhập của ban điều hành.

Không những vậy, Ryan và Wiggins (2004) khảo sát nghiên cứu các công ty niêm yết trên sàn S&P 500 năm 1997 đã kết luận rằng thu nhập của giám đốc điều hành sẽ gia tăng ở những công ty có quy mô lớn. Kết quả nghiên cứu của Linn và Park (2005); Brick và các tác giả (2006) cũng có cùng quan điểm khi sử dụng mẫu nghiên cứu các công ty ở Mỹ.

Tác giả lập luận, các công ty lớn có điều kiện thuận lợi về nguồn lực tài chính để thuê nhân sự cao cấp vào các vị trí trong ban điều hành. Hơn nữa, các công ty lớn có mô hình hoạt động kinh doanh phức tạp và tính đa dạng hóa cao, do đó họ trả nhiều thu nhập, lương thưởng cho các thành viên ban điều hành để xử lý các công việc phức tạp đòi hỏi nhiều kỹ năng. Có thể nhận thấy phần lớn các nghiên cứu đều cho rằng quy mô công ty tác động tích cực và đáng kể đến thu nhập của ban điều hành.

Do vậy, giả thuyết nghiên cứu được đặt ra là:

H3: Các công ty có quy mô càng lớn sẽ chi trả nhiều hơn cho các nhà quản lý.

** Tỷ lệ thành viên HĐQT không tham gia điều hành (Non-executive Directors)*

Tỷ lệ thành viên HĐQT không tham gia điều hành được đo lường bằng tỷ lệ phần trăm giữa thành viên không tham gia điều hành trên tổng số lượng thành viên HĐQT

Một số nghiên cứu cho thấy rằng tổng mức chi trả cho nhà quản lý chủ chốt không chỉ chịu ảnh hưởng bởi hiệu quả hoạt động của công ty, mà còn bởi các yếu tố liên quan đến quản trị doanh nghiệp. Ví dụ, Cyert và cộng sự (2002) phát hiện các nhà quản lý được chi trả bằng tiền mặt cao hơn khi trong thành phần HĐQT là có nhiều thành viên không tham gia điều hành bên ngoài ban giám đốc/ban điều hành.

Conyon & He (2001) và Rashid (2013) chỉ ra rằng tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập không tham gia điều hành chiếm tỷ trọng cao sẽ tác động thuận chiều đến tổng mức chi trả cho nhà quản lý. Conyon và He (2011) ủng hộ quan điểm rằng các công ty với tỷ lệ các thành viên độc lập không tham gia điều hành trong HĐQT nhiều hơn sẽ có nhiều khả năng để thay thế những nhà quản lý điều hành hoạt động yếu kém và cung cấp những khoản chi trả cao hơn cho các những nhà quản lý điều hành hoạt động tốt. Trong khi đó, Core và cộng sự (1999) lại cho rằng thành viên HĐQT không điều hành sẽ tác động tiêu cực đến (hay hạn chế) tổng mức chi trả cho nhà quản lý điều hành. Nghiên cứu của Core cho thấy tổng mức chi trả cho các nhà quản lý sẽ cao hơn khi có ít thành viên độc lập trong HĐQT. Mặc dù các nghiên cứu còn cho các kết quả trái ngược nhau khi mẫu nghiên cứu ở các quốc gia khác nhau, song thông thường ở các nước đang phát triển, trong bối cảnh hoạt động của các CTCP cần có sự minh bạch hóa cao hơn để hạn chế sự thao túng của ban điều hành thì một tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập không tham gia điều hành thực sự là cần thiết để cắt giảm các hoạt động chi trả quá mức cho các nhà quản lý điều hành. Do vậy, giả thuyết nghiên cứu được đặt ra là:

H4: Tỷ lệ thành viên HĐQT không tham gia điều hành cao sẽ tác động ngược chiều đến tổng mức chi trả cho nhà quản lý.

** Tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý chủ chốt (manager ownership)*

Tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý chủ chốt được đo lường thông qua biến tỷ lệ sở hữu của giám đốc/tổng giám đốc – tức là tỷ lệ phần trăm số lượng cổ phần phổ thông được nắm giữ bởi giám đốc điều hành/tổng giám đốc. Khi nhà quản lý chủ chốt đồng

thời cũng là cổ đông của công ty, họ vừa có chức năng quản lý, vừa có khả năng tham gia kiểm soát hoạt động quản lý sẽ có điều kiện can thiệp vào chính sách chi trả để gia tăng các khoản chi trả cho bản thân. Đặc biệt tồn tại các nhà quản lý đại diện phần vốn nhà nước xuất hiện khá nhiều ở các CTCP trong các Quốc gia có nền kinh tế chuyển đổi như Việt Nam, Trung Quốc. Do vậy, giả thuyết tiếp theo là:

H5: Tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý có mối quan hệ đồng biến với tổng mức chi trả cho các nhà quản lý

** Tỷ lệ sở hữu của chủ tịch HĐQT:*

Tỷ lệ sở hữu của chủ tịch HĐQT là tỷ lệ phần trăm số lượng cổ phần phổ thông được nắm giữ bởi chủ tịch HĐQT.

Nghiên cứu thực nghiệm về tác động của sở hữu vốn để tổng mức chi trả cho nhà quản lý cũng có những kết luận khác nhau. Trong khi Cheng và Firth (2006) cho rằng tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT có thể ảnh hưởng đến chi trả cho nhà quản lý, thì một số các nghiên cứu khác nhận định không có mối quan hệ, hoặc không rõ ràng. Brick và các tác giả (2006) cho rằng tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa quyền sở hữu vốn của chủ tịch HĐQT với chi trả cho các nhà quản lý. Theo cơ sở lý thuyết đã trình bày ở chương 2, khi thành viên HĐQT đặc biệt là chủ tịch HĐQT CTCP sở hữu càng nhiều cổ phần, họ càng có động lực để giảm bớt chi phí đại diện, họ sẽ gia tăng các biện pháp giám sát hiệu quả làm việc của ban quản lý điều hành như vậy sẽ làm hạn chế được việc chi trả quá mức cho các nhà quản lý chủ chốt. Rashid (2013) cho rằng nhà quản trị (Chủ tịch HĐQT) giữa vai trò sở hữu công ty sẽ có sự tác động tiêu cực đáng kể đến tổng mức chi trả cho các nhà quản lý điều hành. Do đó, Giả thuyết nghiên cứu mong đợi:

H6: Tỷ lệ sở hữu của chủ tịch HĐQT có mối quan hệ nghịch biến với tổng mức chi trả cho các nhà quản lý

** Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (foreign ownership)*

Chỉ tiêu này được đo lường bằng tỷ lệ phần trăm số lượng cổ phần phổ thông được nắm giữ bởi các cổ đông là cá nhân hoặc tổ chức nước ngoài

Trong nhiều nghiên cứu, các nhà đầu tư nước ngoài với trình độ và kinh nghiệm hoạt động lâu năm, được đánh giá là đóng vai trò quan trọng trong việc kiểm soát công ty. Xu, Zhu và Lin (2005) chỉ ra rằng đối với những công ty ở Trung Quốc, tỷ lệ nhà đầu tư nước ngoài càng cao thì công ty được kiểm soát tốt hơn, dẫn đến hiệu quả giám sát hoạt động quản lý tốt hơn và hạn chế được chi phí đại diện, từ đó có thể dẫn đến giảm thiểu chi phí giao kèo chi trả cho nhà quản lý. Tuy nhiên, ở

một khía cạnh khác, khi các nhà đầu tư nước ngoài chiếm tỷ lệ vốn cổ phần cao, họ sẽ kỳ vọng nhiều hơn vào nhà quản lý, như vậy giúp họ điều hành tốt công việc và làm gia tăng giá trị lợi ích cho công ty. Vì vậy, mức chi trả theo đó cũng rất cao cho nhà quản lý. Do đó giả thuyết nghiên cứu được mong đợi là:

H7: Tỷ lệ sở hữu nước ngoài có tác động thuận chiều/ngược chiều đến tổng mức chi trả cho các nhà quản lý.

** Tỷ lệ sở hữu nhà nước (government ownership)*

Chỉ tiêu này được đo lường bằng tỷ lệ phần trăm số lượng cổ phần phổ thông được nắm giữ bởi cổ đông là nhà nước hoặc các doanh nghiệp nhà nước.

Chiều tương quan giữa tỷ lệ sở hữu của chính phủ đến tổng mức chi trả cho nhà quản lý là không nhất quán trong các nghiên cứu trước đây. Tùy vào mẫu nghiên cứu khác nhau ở các quốc gia khác nhau mà tỷ lệ sở hữu nhà nước có thể đồng biến hay nghịch biến với tổng mức chi trả cho nhà quản lý. Trong khi, Bos (1991) cho rằng ở những công ty mà chính phủ sở hữu hữu phần lớn vốn cổ phần, chính phủ có động cơ kiểm soát công ty chặt chẽ và hiệu quả, từ đó làm giảm mức chi trả cho nhà quản lý. Ngược lại, Mak&Li (2001) cho rằng chính phủ thường có xu hướng kém chủ động trong việc kiểm soát khoản đầu tư của mình, đồng thời do việc huy động vốn dễ dàng hơn, dẫn đến hiện tượng các công ty có sở hữu nhà nước cao có cơ chế kiểm soát kém hơn, hay nói cách khác làm gia tăng các khoản chi trả cho nhà quản lý. Ở Việt Nam, qua khảo sát sơ bộ chính sách chi trả cho nhà quản lý điều hành các CTCP niêm yết đối với các công ty có vốn nhà nước chi phối, với chính sách chi trả bị tác động nhiều bởi cơ chế chính sách cào bằng dựa nhiều vào vị trí và thâm niên công tác, ít chịu tác động vào kết quả kinh doanh, nhiều nhà quản lý ở các CTCP có vốn nhà nước chi phối vẫn nhận được mức chi trả cao bất chấp kết quả hoạt động nghèo nàn của công ty. Do vậy, giả thuyết nghiên cứu đặt ra:

H8: Các công ty cổ phần có tỷ lệ vốn nhà nước cao sẽ tác động thuận chiều đến tổng mức chi trả cho nhà quản lý

** Tăng trưởng (Growth):*

Tiêu chí cũng thường được sử dụng để xác định mức chi trả cho các nhà quản lý là dựa trên kết quả mức độ gia tăng giá trị của doanh nghiệp, thể hiện ở mức tăng giá cổ phiếu. Giá trị cổ phiếu phản ánh thông tin về tiềm năng của doanh nghiệp cả trong ngắn hạn và dài hạn. Hơn nữa, mục tiêu của nhà đầu tư là tối đa hoá giá trị doanh nghiệp, vì vậy gắn thu nhập của nhà quản lý với mức tăng giá cổ phiếu sẽ giúp đồng nhất hoá mục tiêu của nhà quản lý và nhà đầu tư, do đó hạn chế chi phí đại

diện. Tuy nhiên, cơ chế thu nhập gắn với giá cổ phiếu cũng có những hạn chế. Giá trị cổ phiếu chịu ảnh hưởng của rất nhiều yếu tố nằm ngoài tầm kiểm soát của các nhà quản lý. Ví dụ, những biến động của cả nền kinh tế khiến cho giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp biến động theo; sự không hoàn hảo của thị trường chứng khoán khiến cho giá trị cổ phiếu phản ánh không chính xác giá trị của doanh nghiệp, hay vấn đề đầu cơ làm giá cổ phiếu của một bộ phận thị trường. Nói cách khác, giá trị cổ phiếu không phải là một thước đo hoàn hảo cho mức độ nỗ lực của nhà quản lý.

Tăng trưởng hay cơ hội đầu tư của công ty được đo bằng chênh lệch giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách của công ty (Usman Tariq, 2010). Giá trị thị trường được tính toán bằng giá trị vốn hóa thị trường của số lượng cổ phiếu đang lưu hành (Thị giá cổ phiếu cuối năm nhân với số lượng cổ phiếu lưu hành cuối năm) trong khi đó Giá trị sổ sách được lấy từ tổng tài sản trong bảng cân đối của công ty vào cuối năm.

Công ty có mức khả năng tăng trưởng qua các năm cũng sẽ là điều kiện để HĐQT cân nhắc đề xuất tăng tiền lương, thưởng cho ban điều hành của công ty. Giả thuyết nghiên cứu thứ ba là:

H9: Các công ty cổ phần có mức độ tăng trưởng cao sẽ tác động thuận chiều đến tổng mức chi trả cho nhà quản lý

** Ngành nghề kinh doanh (Industry)*

Các công ty kinh doanh ở những ngành nghề khác nhau có những đặc thù riêng về môi trường kinh doanh, quy mô vốn, cơ hội đầu tư tăng trưởng,... Từ đó, cũng sẽ gián tiếp tác động đến chính sách chi cho nhà quản lý của CTCP. Hiện nay, các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam được phân thành 11 nhóm ngành khác nhau, nhóm ngành công nghiệp chế biến có số lượng công ty niêm yết cao nhất, (mẫu nghiên cứu của luận án số lượng công ty niêm yết trong nhóm ngành công nghiệp cũng chiếm gần 40%). Do vậy, tác giả muốn xác định ảnh hưởng cụ thể của nhóm ngành này. Thước đo về nhóm ngành kinh doanh của các công ty được tác giả sử dụng biến giả là 0 và 1; Trong đó: 1 là các công ty thuộc nhóm ngành công nghiệp chế biến, 0 là các công ty thuộc các nhóm ngành khác. Giả thuyết đặt ra là:

H10: Ngành nghề kinh doanh có tác động đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của công ty cổ phần.

3.3.1.2. Mô hình nghiên cứu

Từ những phân tích, đánh giá trong phần tổng quan tài liệu nghiên cứu như đã trình bày ở chương 1 và phần cơ sở lý luận và thực tiễn ở chương 2, xuất phát từ đối tượng nghiên cứu, mục tiêu nghiên cứu và các giả thuyết nghiên cứu, đồng thời trên

cơ sở kế thừa các mô hình nghiên cứu thực nghiệm của (Usman Tariq, 2010) và Collins G. Ntim và các cộng sự (2015), mô hình nghiên cứu được xây dựng phát triển nhằm đánh giá toàn diện hơn sự tác động của các yếu tố đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty niêm yết và có bổ sung nhằm phù hợp với đặc thù khách thể nghiên cứu tại Việt Nam. Trong đó, ngoài các biến đã được nghiên cứu, do đặc thù Việt Nam là một nền kinh tế chuyển đổi, và nhiều CTCP ở Việt Nam bị chịu ảnh hưởng chi phối bởi một cá nhân nắm giữ lượng lớn cổ phiếu nên tác giả đưa thêm vào các biến mới là tỷ lệ sở hữu nhà nước, tỷ lệ sở hữu của CEO và Chủ tịch HĐQT.

Mô hình được sử dụng để kiểm tra giả thuyết nghiên cứu như sau:

Mô hình hồi quy:

$$\begin{aligned}
 TCOM_{it} = & \alpha + \beta_1 ROE_{it} + \beta_2 BSIZE_{it} + \beta_3 FSIZE_{it} + \beta_4 NEDS_{it} + \beta_5 CEO_OWN_{it} \\
 & + \beta_6 CHAIR_OWN_{it} + \beta_7 FR_OWN_{it} + \beta_8 GOV_OWN_{it} + \beta_9 GROWTH \\
 & + \beta_{10} INDUST + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

Trong đó:

a. Biến phụ thuộc

TCOM: Tổng mức chi trả cho các nhà quản lý chủ chốt của CTCP.

b. Biến giải thích

ROE: Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu dùng đo lường hiệu quả công ty.

BSIZE: Quy mô HĐQT.

FSIZE: Quy mô công ty.

NEDS: Tỷ lệ thành viên HĐQT không tham gia điều hành

CEO_OWN: Tỷ lệ sở hữu của CEO (giám đốc/tổng giám đốc)

CHAIR_OWN: Tỷ lệ sở hữu của chủ tịch HĐQT.

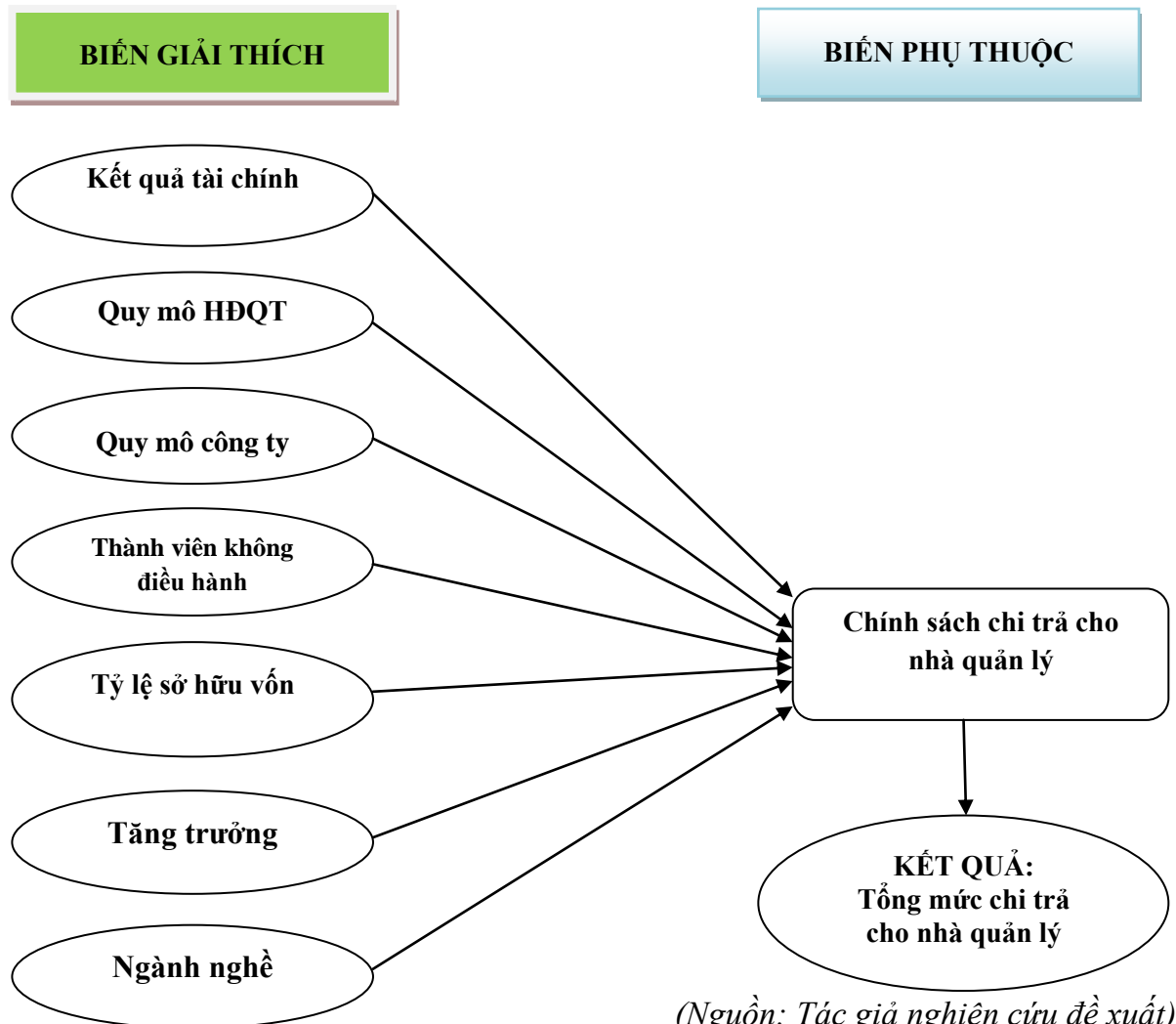
FR_OWN: Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài.

GOV_OWN: Tỷ lệ sở hữu của nhà nước.

GROWTH: Mức độ tăng trưởng của công ty.

c. Biến kiểm soát:

INDUST: ngành nghề kinh doanh



(Nguồn: Tác giả nghiên cứu đề xuất)

Hình 3.1: Mô hình nghiên cứu các yếu tố tác động đến chính sách chi trả cho nhà quản lý

3.1.3.3. Quy trình và các kỹ thuật nghiên cứu được lựa chọn

Với mỗi quan sát, các trị số được tính cho một công ty tại một thời điểm cuối năm. Tổng cộng có 1883 quan sát được thực hiện với 269 công ty niêm yết tại cuối mỗi năm trong thời gian 7 năm.

Với đặc thù nghiên cứu dữ liệu theo thời gian (2010-2016) và theo không gian (các công ty khác nhau) vì vậy để kiểm định sự ảnh hưởng của các nhân tố đến cơ cấu vốn của 269 doanh nghiệp niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2010- 2016 phương pháp hồi quy với số liệu bảng là hợp lý nhất. Dữ liệu bảng là dữ liệu kết hợp giữa chuỗi thời gian và các quan sát chéo. Phân tích hồi quy bằng dữ liệu bảng giúp nghiên cứu có nhiều thông tin tốt hơn trong tổng thể nghiên cứu, tính biến thiên nhiều hơn, ít hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến, nhiều bậc tự do hơn và hiệu quả cao hơn.

Đối với dạng dữ liệu bảng, một trong ba dạng mô hình hồi quy sau đây có thể sử dụng khi đánh giá tác động của các yếu tố đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty, bao gồm :

(1) Mô hình hồi quy đa biến giản đơn (Pooled OLS) là mô hình được áp dụng khi các yếu tố không quan sát được trong mô hình không thay đổi giữa các đối tượng (công ty) và không thay đổi theo thời gian (năm). Mô hình hồi quy đa biến giản đơn được xác định như sau:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{it1} + \beta_2 X_{it2} + \dots + \beta_n X_{itm} + \mu_{it}$$

(2) Mô hình tác động cố định (Fixed effect model – FEM) được phát triển thêm từ Pooled khi có đưa thêm sự khác nhau về các công ty và có sự tương quan giữa phần dư của mô hình và biến độc lập với dạng thức mô hình được cho bởi:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{it1} + \beta_2 X_{it2} + \dots + \beta_n X_{itm} + V_i + \varepsilon_{it}$$

Trong đó, sai số của mô hình hồi quy tuyến tính cổ điển Pooled được tách ra làm hai thành phần: Thành phần V_i đại diện cho các yếu tố không quan sát được khác nhau giữa các đối tượng nhưng không thay đổi theo thời gian, còn thành phần ε_{it} đại diện cho các yếu tố không quan sát được khác nhau giữa các đối tượng và thay đổi theo thời gian (sự biến động của giá chứng khoán trên thị trường, sự thay đổi cấu trúc sở hữu của công ty)

(3) Mô hình tác động ngẫu nhiên (Random effect model – REM): được sử dụng khi các yếu tố không quan sát được thay đổi giữa các đối tượng và thay đổi theo thời gian:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{it1} + \beta_2 X_{it2} + \dots + \beta_n X_{itm} + V_i + \varepsilon_{it}$$

Trong đó, cũng giống như mô hình FEM về sự khác nhau giữa các công ty nhưng không có mối quan hệ nào giữa phần dư và các biến độc lập của mô hình.

Bên cạnh đó, phương pháp ước lượng mô men tổng quát – Generalized Method of Moments (GMM) theo Blundell and Bond (1998) và Arellano and Bover (1995) cũng được sử dụng để phân tích số liệu. Phương pháp GMM được đề xuất bởi vì mô hình ước lượng (1) có khả năng xảy ra hiện tượng nội sinh do sự tác động đồng thời (nhân quả đảo ngược) giữa biến giải thích và biến phụ thuộc, cụ thể tỷ suất lợi nhuận hoặc giá trị công ty tăng có thể làm gia tăng tổng mức chi trả cho nhà quản lý, tuy nhiên mức chi trả cho nhà quản lý tăng càng kích thích năng lực, trách nhiệm và sự đóng góp của họ nên cũng sẽ làm gia tăng lợi nhuận, giá trị của công ty Ozkan (2011). Do vậy, nếu nghiên cứu chỉ sử dụng phương pháp ước lượng REM/FEM có thể dẫn đến kết quả bị chệch.

Qua quá trình tổng quan các công trình nghiên cứu có liên quan, tác giả đã tổng hợp và xây dựng khung giả thuyết nghiên cứu với các biến số được sử dụng và

các giả thuyết tương quan được kỳ vọng giữa các biến quan sát và thị giá cổ phiếu được trình bày trong bảng dưới đây.

Bảng 3.8: Mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu và các giả thuyết

Ký hiệu Biến	Tên biến số	Các xác định đo lường	Tương quan kỳ vọng
Các biến độc lập			
ROE	Hiệu quả công ty	Tỷ suất sinh lời trên VCSH (ROE) đo bằng tỷ lệ phần trăm lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu của CTCP trong năm tài chính	(+)
FSIZE	Quy mô công ty	Logarit tự nhiên tổng giá trị tài sản của công ty	(+)
BSIZE	Quy mô HĐQT	Số lượng thành viên Hội đồng Quản trị	(+)
NEDs	Tỷ lệ thành viên HĐQT không tham gia điều hành	Tỷ lệ phần trăm giữa thành viên không tham gia điều hành trên tổng số lượng thành viên HĐQT	(-)
CEO_OWN	Tỷ lệ sở hữu của CEO	Tỷ lệ phần trăm số lượng cổ phần phổ thông được nắm giữ bởi giám đốc điều hành/tổng giám đốc trong năm tài chính	(+)
CHAIR_OWN	Tỷ lệ sở hữu của chủ tịch HĐQT	Tỷ lệ phần trăm số lượng cổ phần phổ thông được nắm giữ bởi chủ tịch HĐQT trong năm tài chính.	(-)
FR_OWN	Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài	Tỷ lệ phần trăm số lượng cổ phần phổ thông được nắm giữ bởi các cổ đông là cá nhân hoặc tổ chức nước ngoài trong năm tài chính	(-)/(+)
GOV_OWN	Tỷ lệ sở hữu của nhà nước	Tỷ lệ phần trăm số lượng cổ phần phổ thông được nắm giữ bởi cổ đông là nhà nước hoặc các doanh nghiệp nhà nước trong năm tài chính.	(+)
GROWTH	Mức độ tăng trưởng của công ty	Tỷ số chênh lệch giữa giá trị thị trường với giá trị sổ sách của công ty vào cuối năm tài chính	(+)
INDUST	Ngành nghề kinh doanh	1 các công ty thuộc nhóm ngành công nghiệp, 0 là các công ty thuộc các nhóm ngành khác	(+)/(-)
Biến phụ thuộc			
TCOM	Chính sách chi trả cho nhà quản lý chủ chốt	Logarit tự nhiên của Tổng mức chi trả cho nhà quản lý chủ chốt (bao gồm tiền lương, thưởng và các khoản thù lao khác)	

Nguồn: tác giả xây dựng

3.2.1.4. Dữ liệu và tổng thể mẫu nghiên cứu

Dữ liệu được nghiên cứu sử dụng trong luận án là dữ liệu thứ cấp. Nguồn số liệu này được khai thác từ vietstock. Đây là đơn vị cung cấp thông tin đầu ngành về tài chính và chứng khoán. Vietstock thu thập dữ liệu giao dịch và các thông tin từ Ủy ban chứng khoán Nhà nước, Sở GDCK TP Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX). Ngoài ra, tác giả còn thu thập các dữ liệu từ các nguồn như:

Báo cáo thường niên: thu thập các dữ liệu về thông tin chung công ty, tình hình hoạt động trong năm, báo cáo đánh giá của HĐQT và ban giám đốc/ban điều hành, dữ liệu về Quản trị tài chính, Báo cáo tài chính, tình hình thù lao, chi trả cho các nhà quản lý chủ chốt và thành viên HĐQT của CTCP.

Các cáo cáo tài chính và thuyết minh báo cáo tài chính đã được kiểm toán: thu thập dữ liệu về tình hình tài sản, vốn chủ sở hữu, kết quả kinh doanh trong kỳ của công ty.

Các quy chế lương thưởng áp dụng riêng cho các nhà quản lý chủ chốt của CTCP: thu thập dữ liệu về các mô hình chính sách chi trả lương thưởng cho đội ngũ các nhà quản lý, điều hành của công ty.

Tổng thể mẫu nghiên cứu: Tính đến thời điểm 31/12/2017, trên thị trường chứng khoán Việt Nam có tổng số 676 công ty niêm yết (không bao gồm các ngân hàng thương mại) trên hai sàn giao dịch HOSE và HNX. Tuy nhiên, số lượng các công ty niêm yết có đầy đủ thông tin (đặc biệt là dữ liệu về chi trả cho các nhà quản lý) luận án mong muốn trong giai đoạn từ 2010 đến 2016 chỉ bao gồm 269 công ty niêm yết (không bao gồm các ngân hàng thương mại) với 1883 quan sát. Trong đó, cơ cấu phân bố các công ty niêm yết hoạt động trong từng ngành như sau: Ngành Công nghiệp 105 công ty (chiếm 39,03%); Ngành Khoa học công nghệ và hành chính 4 công ty (chiếm 1,49%); Ngành Bất động sản 20 công ty (chiếm 7,43%); Ngành Khai khoáng và dầu khí 14 công ty (chiếm 5,2%); Ngành Nông lâm và ngư nghiệp 6 công ty (chiếm 2,23%); Ngành Tài chính 2 công ty chiếm (0,74%); Ngành Thông tin truyền thông 7 công ty (chiếm 2,6%); Ngành Thương mại, dịch vụ và lưu trú 40 công ty (chiếm 14,87%); Ngành Vận tải kho bãi 21 công ty (chiếm 7,81%); Ngành Xây dựng 47 công ty (chiếm 17,47%); Ngành y tế 3 công ty (chiếm 1,12%).

3.3.2. Kiểm định sự tác động của các yếu tố đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt nam

3.3.2.1. Phân tích thống kê mô tả mẫu nghiên cứu

Để thấy được những đặc tính cơ bản của các biến nghiên cứu như giá trị lớn nhất, giá trị nhỏ nhất, giá trị trung bình và độ lệch chuẩn giữa giá trị trung bình của

các biến với giá trị thực cần phân tích thống kê mô tả mẫu nghiên cứu. Kết quả thống kê mô tả được trình bày ở bảng 3.9 dưới đây:

Bảng 3.9: Kết quả thống kê mô tả biến phụ thuộc và các biến giải thích

	N (Số quan sát)	Minimum (Giá trị nhỏ nhất)	Maximum (Giá trị lớn nhất)	Mean (Giá trị trung bình)	Std. Deviation (Độ lệch chuẩn)
TCOM	1883	17.609	25.232	21.296	0.903
ROE	1883	-2.798	0.783	0.113	0.172
FSIZE	1883	21.827	32.826	27.119	1.347
BSIZE	1883	3.000	11.000	5.490	1.106
NEDS	1883	0.000	1.000	0.590	0.197
CEO_OWN	1883	0.000	85.390	7.974	11.750
CHAIR_OWN	1883	0.000	85.390	14.516	15.682
FR_OWN	1883	0.000	80.040	8.011	12.432
GOV_OWN	1883	0.000	87.380	27.943	23.850
GROWTH	1883	0.000	14.820	0.946	0.989

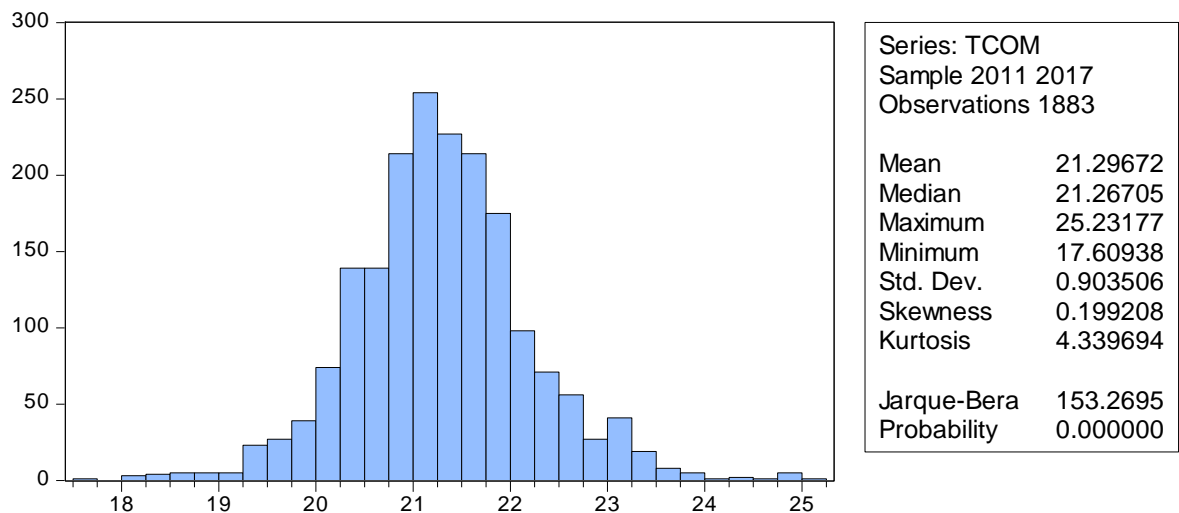
Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả

*** Biến phụ thuộc: Chính sách chi trả cho nhà quản lý**

Tổng mức chi trả cho nhà quản lý: COM

Thước đo biến phụ thuộc: TCOM – logarit tự nhiên của COM

Biểu đồ 3.6: Phân bố tổng mức chi trả cho các nhà quản lý chủ chốt của các công ty cổ phần niêm yết Việt Nam giai đoạn 2011 - 2017



Nguồn: Tính toán tác giả.

Biểu đồ 3.6 trên đã trình bày tóm tắt kết quả diễn biến tổng mức chi trả cho các nhà quản lý chủ chốt của các CTCP niêm yết trên 2 sàn SGDCK TP Hồ Chí

Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX). Giá trị trung bình tổng mức chi trả cho nhà quản lý chủ chốt của các CTCP niêm yết tại 2 sàn HOSE và HNX là 2854,851 triệu đồng và mức dao động chênh lệch giữa các công ty trong mẫu nghiên cứu là khá lớn, cụ thể công ty chi trả cao nhất cho các nhà quản lý là CTCP Vinamik – mã CK: VNM với số tiền hơn 90786 triệu đồng vào năm 2017 trong khi công ty có mức chi trả thấp nhất đối với nhà quản lý là CTCP Công nghiệp khoáng sản Bình Thuận – mã CK: KSA với hơn 72 triệu đồng năm 2017.

Tuy nhiên, đối với biến TCOM (logarit tự nhiên của COM) biến thiên từ giá trị nhỏ nhất 17,6% đến giá trị lớn nhất 25,2%, với tỷ lệ trung bình là 21,3% thì phân phối của biến này là chuẩn ít sai lệch (Kurtosis bằng 4,19 và skewness bằng 0,28) và ảnh hưởng tích cực đến quá trình nghiên cứu. Do vậy, việc nghiên cứu lựa chọn biến phụ thuộc được đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng mức chi trả cho nhà quản lý (COM) là hoàn toàn hợp lý.

*** Các biến giải thích:**

- Tỷ suất sinh lời (ROE)

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu là một trong những chỉ tiêu quan trọng phản ánh hiệu quả công ty (firm performance) mà các cổ đông quan tâm khi xác định hiệu quả làm việc của các nhà quản lý chủ chốt. ROE phản ánh hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu của công ty, cho biết trung bình một đồng vốn chủ sở hữu tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận. Nếu tỷ số ROE càng cao và lớn hơn so với tỷ suất sinh lời kỳ vọng của cổ đông, và thường là mục tiêu quan trọng do HĐQT đặt ra đối với các nhà quản lý. ROE trung bình của các công ty trong giai đoạn 2011 đến 2017 xấp xỉ 10,9%. CTCP chế biến Thủy sản và Xuất nhập khẩu Cà Mau (mã CK: CMX) có chỉ số ROE thấp nhất là âm 367% tại năm 2013 do lợi nhuận của công ty âm hơn 126 tỷ đồng. Công ty có ROE lớn nhất năm 2016 là CTCP Kinh doanh Khí Miền Nam (mã CK: PGS) với tỷ lệ là 78,3%. Với độ sai lệch giữa giá trị trung bình và giá trị ROE thực tế của các công ty là khá lớn với độ lệch chuẩn là 18,9%. Điều này phản ánh hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu của các CTCP niêm yết có sự khác biệt khá lớn, một số công ty hoạt động thua lỗ, lợi nhuận âm dẫn đến ROE âm, theo kết quả khảo sát các công ty trong mẫu nghiên cứu, tỷ trọng nhóm công ty có ROE âm cao nhất vào 3 năm liên tiếp năm 2015, 2016, 2017 đều chiếm 5,95%.

- Quy mô công ty (FSIZE)

Quy mô công ty là một thuật ngữ mang tính tổng quát và được thể hiện qua nhiều khía cạnh như quy mô vốn, số lượng lao động. Ở đây, quy mô tổng tài sản được sử dụng để định lượng quy mô cho các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Kết quả phân tích thống kê mô tả cho thấy giá trị trung bình logarit tự nhiên của tổng tài sản của các CTCP trong mẫu nghiên cứu xấp xỉ 27,12. Trong thời gian 6 năm, từ năm 2010 đến năm 2016, tổng tài sản của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam đạt mức cao nhất là 180.450.850 triệu đồng, đây là quy mô tổng tài sản của CTCP tập đoàn Vingroup (mã CK: VIC) năm 2016. Quy mô tổng tài sản nhỏ nhất là 3017,8 triệu đồng, đây là quy mô của CTCP thủy sản Nam Việt (mã CK: ANV), ngành nghề kinh doanh chính của công ty là sản xuất thực phẩm và đồ uống nên nhu cầu vốn đầu tư không nhiều. Độ sai lệch giữa giá trị trung bình và giá trị tổng tài sản của nhóm các công ty là rất lớn với độ lệch chuẩn cao, do sự khác nhau về ngành nghề kinh doanh, khả năng tài chính dẫn đến sự khác nhau về nhu cầu tài sản giữa các công ty. Điều này càng ủng hộ cho việc sử dụng logarit hóa tổng tài sản làm biến nghiên cứu về Quy mô công ty.

- *Quy mô HĐQT (BSIZE) và tỷ lệ thành viên HĐQT không tham gia điều hành (NEDs)*

Giá trị trung bình quy mô HĐQT trong mẫu nghiên cứu là 5,49 người với số lượng tối đa là 11 người, tối thiểu là 3 người, điều này hoàn toàn phù hợp với quy định hiện hành về số lượng thành viên HĐQT. Trong khi đó tỷ lệ bình quân thành viên HĐQT không tham gia điều hành chiếm 59% thành phần HĐQT các công ty niêm yết. Trong đó, có công ty thường xuyên chiếm tỷ trọng khá cao 100% thành viên HĐQT đều không tham gia điều hành như các CTCP có mã CK: HUT, SBT, COM, STC... Ngược lại có những công ty toàn bộ thành viên HĐQT đều tham gia điều hành như các CTCP có mã CK: C47, CSC... Tuy nhiên, đến năm 2016 và năm 2015 thì theo quy định các công ty đều phải nâng số lượng thành viên HĐQT không tham gia điều hành lên, dẫn đến 100% các công ty đều có ít nhất 1 thành viên HĐQT không tham gia điều hành nằm trong thành phần HĐQT.

* *Cơ cấu sở hữu cổ phần:*

Tỷ lệ sở hữu cổ phần của các cổ đông có giá trị bình quân lần lượt là: 7,97% đối với sở hữu của giám đốc (CEO), 14,4% với sở hữu của Chủ tịch HĐQT, 8% đối với sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài và 25,1% đối với sở hữu nhà nước. Công ty có tỷ lệ sở hữu lớn nhất của nhà nước là CTCP Bóng đèn Điện Quang (mã CK: BRC) đạt 87,4% năm 2014. Tuy nhiên, tỷ lệ sở hữu nhà nước không đồng đều giữa các công ty trong mẫu nghiên cứu và không ổn định giữa các năm trong giai đoạn nghiên cứu, biến động mạnh hơn so với tỷ lệ sở hữu của các nhóm còn lại thể hiện qua độ lệch chuẩn cao nhất (24,56%). Tiếp theo đó là tỷ lệ sở hữu của giám đốc và của chủ tịch HĐQT đạt giá trị cao nhất đều là 85,39% tại năm 2013 của CTCP Nhựa Rạng

Đông (mã CK: RDP) khi giám đốc điều hành công ty đồng thời cũng giữ vai trò chủ tịch HĐQT. Thấp nhất là tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài với công ty có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao nhất đạt 80% vào năm 2015 và năm 2016 của CTCP Dây và cáp điện Taya Việt Nam (mã CK: TYA) và đây cũng là nhóm tỷ lệ sở hữu ít có sự biến động nhất với độ lệch chuẩn là 12,4%.

3.3.2.2. Phân tích tương quan riêng từng phần giữa các biến số trong mô hình

Trong phần này, chúng ta sẽ phân tích mà trận tương quan giữa các biến trong mẫu nhằm giải quyết tính hạn chế của việc phân tích từng biến bằng cách cho thấy góc nhìn chi tiết hơn thông qua mối tương quan giữa biến phụ thuộc và các biến giải thích trong mô hình hồi quy, đồng thời cho thấy bức tranh sơ bộ về mức độ tương quan giữa các biến giải thích với nhau.

Sau khi chạy eviuew ta có Kết quả phân tích tương quan giữa các biến số trong mô hình nghiên cứu được thể hiện qua bảng sau:

Bảng 3.10: Ma trận tương quan giữa các biến số trong mô hình

	TCOM	ROE	FSIZE	BFSIZE	NEDS	CEO_OWN	CHAIR_OWN	FR_OWN	GOV_OWN
TCOM	1.00								
ROE	0.19	1.00							
FSIZE	0.61	-0.02	1.00						
BFSIZE	0.28	0.04	0.25	1.00					
NEDS	0.06	-0.04	0.11	0.07	1.00				
CEO_OWN	-0.07	-0.01	-0.01	-0.06	-0.24	1.00			
CHAIR_OWN	-0.08	0.05	-0.02	-0.10	-0.07	0.50	1.00		
FR_OWN	0.34	0.12	0.25	0.23	0.09	-0.05	-0.12	1.00	
GOV_OWN	0.03	0.10	-0.02	-0.17	-0.06	-0.01	0.12	-0.12	1.00
GROWTH	0.17	0.13	0.13	0.04	0.12	-0.06	0.00	0.00	-0.01

Nguồn: Tính toán từ dữ liệu thu thập của tác giả

Qua bảng trên có thể thấy: Kết quả phân tích hệ số tương quan cặp giữa các biến giải thích cho thấy không có cặp biến nào có hệ số tương quan cặp $r_{ij} > 0,8$, đồng thời đa số mối quan hệ tuyến tính giữa các biến giải thích chỉ ở dưới mức 0,3. Như vậy, có thể khẳng định rằng không có sự tự tương quan mạnh giữa các biến giải thích trong mô hình, do đó khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến là rất thấp hoặc không có như vậy không ảnh hưởng đến độ chính xác của các ước lượng, ủng hộ việc nghiên cứu có thể sử dụng các biến này để phân tích mô hình hồi quy tuyến tính.

3.3.2.3. Kiểm định phương sai sai số thay đổi và tự tương quan

Bước đầu tiên nghiên cứu chạy mô hình hồi quy Pool OLS rồi thực hiện 2 kiểm định khuyết tật của mô hình là phương sai sai số thay đổi (bằng kiểm định Heteroskedasticity Test: White) và tự tương quan cho kết quả sau đây:

Bảng 3.11: Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi và tự tương quan

Bảng A: Kiểm định White - Heteroskedasticity Test:			
F-statistic	4.171478	Prob. F(65,1817)	0.0000
Obs*R-squared	244.5078	Prob.Chi-Square(65)	0.0000
Scaled explained SS	415.9467	Prob.Chi-Square(65)	0.0000
Bảng B: Kiểm định Breusch-Godfrey - Serial Correlation LM Test			
F-statistic	676.3360	Prob(F-statistic)	0.0000
Obs*R-squared	790.3632	Prob.Chi-Square	0.0000

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả

Trong Bảng 3.11, kết quả ở Bảng A trình bày kiểm định White (kiểm định phương sai của sai số thay đổi) và Bảng B trình bày kiểm định Breusch-Godfrey – Serial Correlation LM Test (kiểm định tự tương quan của phần dư). Chỉ số Prob. Chi-Square ở cả Bảng A và Bảng B đều nhỏ hơn 5%. Kết quả này cho thấy mô hình hồi quy theo OLS có hiện tượng phương sai của sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan của sai số.

Như vậy có thể nhận thấy mô hình Pool OLS theo phương pháp bình phương bé nhất thông thường không phù hợp để giải thích kết quả hồi quy do có tồn tại các hiện tượng phương sai của sai số thay đổi và tự tương quan của sai số. Do vậy, nghiên cứu sẽ tiếp tục thực hiện hồi quy với mô hình FEM và REM, và để lựa chọn một trong hai mô hình này nhằm ước lượng mô hình hồi quy đo lường sự tác động của các yếu tố biến giải thích đến biến phụ thuộc của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, luận án tiến hành sử dụng kiểm định Hausman (1978) với cặp giả thuyết như sau:

H0: Mô hình REM phù hợp

H1: Mô hình FEM phù hợp

Bảng 3.12: Kết quả kiểm định Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: EQ_TCOM

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	89.8058	10	0.0000

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả

Kết quả thực hiện kiểm định Hausman (1978) cho thấy giá trị Chi-Sq(10) = 89.8058 có ý nghĩa thống kê với mức Prob = 0.0000 < 5% nên bác bỏ giả thuyết H0 chấp nhận giả thuyết H1. Do đó, mô hình FEM là phù hợp để phân tích sự tác động của các yếu tố đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam. Ngoài ra, khi so sánh R² của hai mô hình FEM và REM thì hệ số R² của mô hình FEM là 0,84 lớn hơn rất nhiều so với hệ số R² của REM là 0,19. Điều này càng cho thấy mô hình FEM có khả năng giải thích ảnh hưởng của biến độc lập đến biến phụ thuộc tốt hơn.

3.3.2.4. Kết quả phân tích hồi quy đa biến

Kết quả kiểm định trên cho thấy, mô hình FEM là phù hợp và nghiên cứu sẽ sử dụng mô hình này để giải thích kết quả hồi quy. Mô hình FEM là mô hình hồi quy phù hợp để đo lường và đánh giá sự tác động của các yếu tố đến tổng mức chi trả cho nhà quản lý – thước đo đánh giá chính sách chi trả cho nhà quản lý. Do đó, tác giả sử dụng kết quả ước lượng của mô hình REM để thảo luận kết quả nghiên cứu, giả thuyết nghiên cứu, từ đó đưa ra các đánh giá về các yếu tố khác nhau tác động đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP.

Sau khi chạy mô hình dưới dạng Pool OLS, Panel data bao gồm mô hình Fixed effect model (FEM) và Random effect model (REM) dưới phần mềm eview 8.1, ta có bảng kết quả như sau:

Bảng 3.13: Kết quả hồi quy theo FEM và GMM

Biến giả thích	GMM		FEM	
C	10.8945	***	15.6966	***
ROE	0.21499	***	0.25885	***
FSIZE	0.36930	***	0.17997	***
BSIZE	0.07797	***	0.06806	***
NEDs	-0.13550	*	-0.25270	***
CEO_OWN	-0.00077		0.00226	*
CHAIR_OWN	-0.00177	*	-0.00195	*
FR_OWN	0.00264	**	0.00039	
GOV_OWN	0.00212	*	0.00385	*
GROWTH	0.00399		-0.01498	
INDUST	-0.00767		0.07656	*
Số quan sát	1883		1883	
Adjusted R-squared	0.19175		0.84318	
Durbin-Watson stat	1.26262		1.43440	

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả.

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Đánh giá mức độ phù hợp của mô hình hồi quy thông qua hệ số xác định R^2 là một bước quan trọng để xác định mức độ hiệu quả và ý nghĩa thống kê của mô hình. Giá trị của R^2 sẽ nằm trong khoảng từ 0 đến 1, hệ số R^2 càng lớn mức độ giải thích của mô hình càng cao và có ý nghĩa hơn. Kết quả chạy mô hình hồi quy cho giá trị R^2 (đối với mô hình FEM được lựa chọn) bằng 0,84 có nghĩa là 84% sự biến đổi của biến phụ thuộc TCOM được giải thích thông qua mô hình hồi quy với các biến giải thích ROE, FSIZE, BSIZE, NEDs, CEO_OWN, CHAIR_GOV, FR_OWN, GOV_OWN, INDUST. Còn lại 16% sự biến đổi của TCOM được giải thích bởi các yếu tố khác chưa được định lượng và đưa vào mô hình.

3.3.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Trước khi phân tích thảo luận kết quả, luận án sẽ tóm lược kết quả nghiên cứu sau khi ước lượng mô hình hồi quy các yếu tố ảnh hưởng đến tổng mức chi trả cho các nhà quản lý chủ chốt của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam so với những kỳ vọng đầu ban đầu về mối tương quan và tác động giữa các biến giải thích với biến phụ thuộc. Kết quả tóm lược được trình bày trong Bảng 3.14 dưới đây:

Bảng 3.14: Tóm lược kỳ vọng đầu và kết quả nghiên cứu

Biến giải thích	Kỳ vọng đầu	Kết quả hồi quy theo FEM	Kết quả hồi quy theo GMM	Ghi chú
ROE	+	+	+	Kết quả đúng như kỳ vọng
FSIZE	+	+	+	Kết quả đúng như kỳ vọng
BSIZE	+	+	+	Kết quả đúng như kỳ vọng
NEDs	-	-	-	Kết quả đúng như kỳ vọng
CEO_OWN	+	+	0	Kết quả đúng như kỳ vọng
CHAIR_OWN	-	-	-	Kết quả đúng như kỳ vọng
FR_OWN	-/+	0	+	Kết quả đúng như kỳ vọng
GOV_OWN	+	+	+	Kết quả đúng như kỳ vọng
GROWTH	+	0	+	Không có ý nghĩa

Nguồn: tóm lược kết quả nghiên cứu tác giả

Qua các kết quả nghiên cứu ở trên, sau khi chạy các mô hình hồi quy với 9 biến giải thích và 1 biến kiểm soát, kết quả nghiên cứu cho thấy: có 6 biến yếu tố có tác động đến tổng mức chi trả cho các nhà quản lý chủ chốt của các CTCP niêm yết trên 2 Sở GDCK TP Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX); Trong đó có 5 có ý nghĩa thống kê (p-value <5%) bao gồm: Tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE), Quy mô hội đồng quản trị (BSIZE), Quy mô công ty (FSIZE), Tỷ lệ thành viên HĐQT

không tham gia điều hành (NEDs) và Tỷ lệ sở hữu của giám đốc điều hành (CEO_OWN) và 3 biến có ý nghĩa thống kê (với p-value <10%) là biến Tỷ lệ sở hữu của chủ tịch HĐQT (CHAIR_OWN), tỷ lệ sở hữu nước ngoài (FR_OWN) và tỷ lệ sở hữu nhà nước (GOV_OWN). Mức độ giải thích của mô hình hồi quy các nhóm yếu tố tác động đến Tổng mức chi trả cho nhà quản lý (TCOM) khá cao gần 84%. Tuy nhiên, tác động đến tổng mức chi trả cho các nhà quản lý chủ chốt của các CTCP niêm yết vẫn còn một số biến yếu tố khác mà trong kết quả nghiên cứu còn chưa thể đề cập đến cũng như các yếu tố mang tính định tính khác mà không thể lượng hóa được chiếm 16%.

3.3.3.1. Hiệu quả công ty (Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu – ROE)

Kết quả ở cả 2 bảng 3.13. và 3.14 cho thấy tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) có mối quan hệ cùng chiều với tổng mức chi trả cho nhà quản lý. Các hệ số hồi quy của ROE theo FEM và GMM đều dương và có ý nghĩa thống kê. Kết quả này hàm ý rằng khi lợi nhuận công ty tăng cao một phần là nhờ bộ máy quản lý đã hoạt động rất hiệu quả, đặc biệt là nỗ lực của nhà quản lý, phản ánh hiệu quả làm việc của nhà quản lý.

Thực tiễn cho thấy không thể xây dựng chính sách chi trả chung đối với các nhà quản lý phù hợp với mọi doanh nghiệp, trong khi đó, đây luôn là chủ đề được các cổ đông quan tâm hàng đầu, bởi nó gắn với quyền lợi của cổ đông và hoạt động của doanh nghiệp. Đây cũng là một trong những vấn đề gây nhiều tranh cãi nhất tại ĐHĐCĐ của các CTCP ở Việt Nam.

Khi các CTCP (mà trực tiếp cụ thể là HĐQT) cân nhắc xem xét bỏ phiếu về các đề xuất trong chính sách chi trả cho nhà quản lý chủ chốt, yếu tố có ảnh hưởng lớn nhất với các cổ đông là kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp đạt kết quả tốt, mức chi trả cho nhà quản lý có thể sẽ nhiều hơn, và vì vậy dù việc đề xuất quỹ lương thưởng cho các nhà quản lý rất cao, các cổ đông vẫn thường vui vẻ gật đầu. Với những nhà đầu tư này, họ còn chú ý đến yếu tố các nhà quản lý chủ chốt trong công ty có thực sự làm việc vì quyền lợi doanh nghiệp và cổ đông hay không.

Theo Kubo (2001), cổ đông không có đủ thông tin và sự hiểu biết cần thiết để giám sát các nhà quản lý điều hành. Do đó, để gia tăng hiệu quả giám sát, cổ đông bổ nhiệm HĐQT đồng thời gắn kết lợi ích giữa công ty (hiệu quả hoạt động) với lợi ích của HĐQT và Nhà quản lý. Hơn nữa, mô hình “*chi trả dựa trên hiệu quả*” là trọng tâm của lý thuyết người đại diện, qua đó hình thành mối quan hệ cùng chiều giữa hiệu quả công ty với mức chi trả để điều chỉnh lợi ích giữa cổ đông với Nhà quản lý (Jensen, 1993). Kết quả nghiên cứu được hỗ trợ từ lý thuyết người đại diện

và các nghiên cứu của Barontini và Bozzi (2009), Darmadi (2011).

Từ việc nghiên cứu các mô hình đánh giá các yếu tố tác động đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty niêm yết ở Việt Nam cho thấy hiệu quả công ty có tác động tích cực đến tổng mức chi trả cho các nhà quản lý. Điều đó, đồng nghĩa với việc khi xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý, các CTCP niêm yết ở Việt Nam đã sử dụng các yếu tố liên quan đến hiệu quả công ty như Lợi nhuận, tỷ suất lợi nhuận. Tuy nhiên, nhược điểm của chỉ tiêu này như đã phân tích ở các phần trên, đó là mang tính chất ngắn hạn không phản ánh được xu hướng phát triển của công ty, số liệu mang tính sổ sách dựa nhiều vào nghiệp vụ xử lý của kế toán dẫn đến các báo cáo có thể thiếu tính trung thực và minh bạch, chỉ tiêu phản ánh giá trị sổ sách nên đôi khi không phản ánh được giá trị thị trường của công ty (giá cổ phiếu trên thị trường -điều mà các cổ đông thực sự quan tâm)

3.3.3.2. Quy mô Hội đồng quản trị:

Kết quả nghiên cứu cho thấy mối tương quan (+) và có ý nghĩa thống kê giữa Quy mô HĐQT (BSIZE) với tổng mức chi trả cho nhà quản lý (TCOM) ở các CTCP niêm yết Việt nam. Điều này hoàn toàn đúng với lý thuyết về chi phí đại diện. Một khi quy mô HĐQT gia tăng càng tiềm ẩn nhiều vấn đề người đại diện như: tính ý lại trong giám sát, hạn chế sự đồng thuận và khả năng ra quyết định (Jensen, 1993; Eisenberg, 1998). Khi quy mô HĐQT tăng lên, số lượng thành viên nhiều hơn có thể tham gia nhiều hơn vào quá trình điều hành doanh nghiệp, dẫn đến gia tăng các khoản chi trả cho nhà quản lý điều hành. Đồng thời, để giảm thiểu vấn đề người đại diện giữa cổ đông và nhà quản lý, mức chi trả cho nhà quản lý là một công cụ hữu hiệu để thực hiện chức năng gắn kết lợi ích, và gia tăng hiệu quả giám sát các nhà quản lý của HĐQT, cũng như nâng cao hơn nữa trách nhiệm của nhà quản lý khi được đãi ngộ cao.

3.3.3.3. Quy mô công ty:

Kết quả nghiên cứu cho thấy hệ số hồi quy của biến quy mô công ty (FSIZE) có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều đó đồng nghĩa với việc quy mô công ty tác động tích cực lên mức thu nhập của ban điều hành và kết quả này đúng với kỳ vọng ban đầu, *thu nhập ban điều hành cao hơn trong những công ty có quy mô lớn*. Điều này cũng dễ hiểu các công ty có quy mô vốn hóa thị trường lớn thường chi trả cho ban điều hành cao hơn so với các công ty có quy mô nhỏ hơn. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với lập luận của hầu hết các nghiên cứu trước đây như Baker và các tác giả (1988), Darmadi (2011), các công ty lớn có nhiều nguồn lực tài chính để mời nhân sự cấp cao vào vị trí điều hành quản lý và trả thu nhập chi trả cao

hơn. Hơn nữa, các công ty lớn có mô hình hoạt động kinh doanh phức tạp và tính đa dạng hóa cao, do đó họ trả nhiều thù lao, lương thưởng cho các thành viên điều hành để xử lý các công việc phức tạp đòi hỏi nhiều kỹ năng. Mặc dù các công ty có quy mô lớn chi trả thu nhập rất cao cho các thành viên điều hành quản lý, nhưng số tiền này không đáng kể so với quy mô của các công ty này (Firth và các tác giả, 1999). Và qua nghiên cứu dưới dữ liệu bảng nghiên cứu còn phát hiện ra khi sử dụng trọng số (Cross section weights) để xem xét những điều kiện riêng biệt của từng công ty thì thấy rằng khi các nhà quản lý giúp tăng quy mô trên thị trường tài chính thì dường như thu nhập của họ cũng sẽ có xu hướng tăng lên nhưng không rõ rệt, không phải công ty nào trong diện nghiên cứu cũng thực hiện như vậy.

3.3.3.4. Tỷ lệ thành viên HĐQT không tham gia điều hành

Kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty niêm yết có tỷ lệ thành viên HĐQT không tham gia điều hành càng cao càng hạn chế được việc chi trả quá mức đối với các nhà quản lý chủ chốt. Do việc hạn chế được vấn đề đại diện trong công ty, các thành viên này có khả năng can thiệp vào các quyết định thực thi chính sách chi trả cho nhà quản lý của CTCP.

3.3.3.5. Cơ cấu sở hữu vốn

Kết quả nghiên cứu ở bảng 3.13 và 3.14 cũng đã cho thấy có sự tác động khác nhau về tỷ lệ sở hữu vốn của các thành phần khác nhau đến tổng mức chi trả cho các nhà quản lý của các CTCP niêm yết ở Việt Nam.

- Tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý chủ chốt.

Với mức ý nghĩa 5%, mối tương quan giữa tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý chủ chốt (CEO) và tổng mức chi trả cho các nhà quản lý có ý nghĩa thống kê với p-value <0,05. Đồng thời, tỷ lệ này có mối quan hệ đồng biến với biến phụ thuộc. Điều đó đồng nghĩa, các nhà quản lý chiếm tỷ lệ sở hữu cao thường có quyền can thiệp khá sâu vào việc xây dựng và thực thi các chính sách chi trả. Qua thực tế tình hình chi trả cho các nhà quản lý của các CTCP trong mẫu nghiên cứu trên đây, nhận thấy rằng các công ty mà ban điều hành nắm tỷ lệ cổ phần lớn thì các khoản lương, thưởng cũng cao hơn. Một số công ty có quy mô lớn như Hoàng Anh Gia Lai hay FPT, các cổ đông lớn tham gia quản lý điều hành DN và mức chi trả đãi ngộ cho ban điều hành khá cao. Kế hoạch kinh doanh của các DN này cũng được xây dựng sát với mức thực hiện năm trước hoặc hướng tới sự tăng trưởng hơn.

- Tỷ lệ sở hữu nhà nước:

Kết quả mô hình hồi quy cho thấy hệ số Beta thể hiện mối tương quan giữa sở hữu nhà nước và tổng mức chi trả cho nhà quản lý là dương ($\beta_8 > 0$ và có ý nghĩa

thống kê. Điều đó đồng nghĩa với việc là có xu hướng chung các công ty có mức vốn sở hữu bởi nhà nước cao hơn sẽ chi trả nhiều thù lao hơn cho ban điều hành. Thật vậy, qua khảo sát tình hình chi trả cho nhà quản lý đối với CTCP có vốn góp chi phối của nhà nước: mối tương quan giữa lợi nhuận thực hiện năm trước, kế hoạch lợi nhuận năm sau với tỷ lệ sở hữu cổ phần của ban lãnh đạo. Theo đó, các nhà quản lý chủ chốt của các công ty này thường là các cá nhân đại diện phần sở hữu vốn của nhà nước, sở hữu ít cổ phiếu có khuynh hướng xây dựng kế hoạch kinh doanh thận trọng, thậm chí khá thấp so với mức thực hiện năm ngoái. Điều đó dẫn đến hai vấn đề: (i) Mức chi trả tiền thưởng cho các nhà quản lý sẽ có xu hướng cao hơn so với thực tế hiệu quả hoạt động của công ty; (ii) Đội ngũ quản lý, điều hành của các công ty này nỗ lực không cao, thiếu động lực. Ở một số CTCP có sở hữu vốn nhà nước còn xảy ra tình trạng một số các nhà quản lý cấp cao tìm mọi cách để khai thác tối đa lợi ích cho bản thân trong ngắn hạn mà không quan tâm đến sự phát triển của công ty trong dài hạn, thiếu minh bạch trong cách thức chi trả cho nhà quản lý.

- Tỷ lệ sở hữu của chủ tịch HĐQT:

Kết quả mô hình hồi quy cũng cho thấy hệ số Beta thể hiện mối tương âm giữa sở hữu của chủ tịch và tổng mức chi trả cho nhà quản lý là dương ($\beta < 0$ và có ý nghĩa thống kê với $p\text{-value} < 10\%$). Với kết quả này, các công ty mà chủ tịch HĐQT có tỷ lệ sở hữu cao hơn cũng có thể có tác động trong việc thắt chặt hạn chế việc chi trả thù lao quá mức cho ban điều hành. Điều này phù hợp với các kết luận của các nghiên cứu trước đây như của Brick và các tác giả (2006) hay Rashid (2013).

- Tỷ lệ sở hữu nước ngoài:

Trong nghiên cứu định lượng về tác động của yếu tố sở hữu nước ngoài đến chi trả cho nhà quản lý các công ty niêm yết, kết quả nghiên cứu cho thấy hệ số tương quan dương và có ý nghĩa thống kê. Đồng thời, với việc nghiên cứu khảo sát định tính tại các CTCP niêm yết có sở hữu của cổ đông nước ngoài trên TTCK Việt Nam cũng cho thấy, việc chi trả cho nhà quản lý ở nhóm các công ty này cũng được giám sát chặt chẽ hơn bởi các cổ đông nước ngoài, dẫn đến hiệu quả công ty đạt kết quả tốt hơn và làm giảm chi phí đại diện. Điều đó hoàn toàn phù hợp với các nghiên cứu trước đây như nghiên cứu của Xu, Zhu và Lin (2005) chỉ ra rằng đối với những công ty ở Trung Quốc, tỷ lệ nhà đầu tư nước ngoài càng cao thì công ty được kiểm soát tốt hơn, dẫn đến hiệu năng suất công ty cao hơn và sẽ có điều kiện để trao các khoản chi trả cho các nhà quản lý. Tóm lại, sự tham gia càng sâu vào cấu trúc vốn (thể hiện qua tỷ lệ sở hữu cổ phần càng cao) của nhà đầu tư nước ngoài càng làm gia tăng các khoản chi trả cho nhà quản lý.

3.4. Đánh giá chung về thực trạng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam.

3.4.1. Những kết quả đạt được

Trên cơ sở kết quả nghiên cứu định tính về việc áp dụng mô hình chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam và nghiên cứu tình huống chính sách chi trả cho nhà quản lý của CTCP FPT, cũng như kết quả nghiên cứu định lượng về mô hình đánh giá sự tác động của các yếu tố đến thực thi chính sách chi trả cho nhà quản lý chủ chốt của các CTCP niêm yết trên 2 Sở GDCK TP Hồ Chí Minh (HoSE) và Sở GDCK Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2010 - 2017, có thể nhấn mạnh một số kết quả đáng kể như sau:

Thứ nhất, khi xây dựng chính sách chi trả đối với các nhà quản lý, các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam đã xem xét đến một số các yếu tố tác động quan trọng như: Lợi nhuận, tăng trưởng lợi nhuận, tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, Tăng trưởng quy mô tài sản doanh nghiệp... Chính sách chi trả của phần lớn các công ty này đã bước đầu gắn kết với kết quả kinh doanh; Ví dụ các mô hình chính sách chi trả khen thưởng khuyến khích dựa trên kết quả như lợi nhuận, lợi nhuận vượt kế hoạch... Thậm chí một số công ty niêm yết đã xây dựng được bộ chỉ số KPIs đầy đủ - trong đó chỉ số quan trọng được các công ty đặt ra có liên quan đến hiệu quả kinh doanh như ROE, bộ chỉ số này được dùng để đánh giá hiệu quả làm việc của nhà quản lý làm căn cứ xác định mức chi trả đối với họ. Ví dụ các công ty áp dụng KPIs đối với nhà quản lý tương đối thành công bao gồm: CTCP FPT, CTCP Cơ điện lạnh REE.

* *Thứ hai*, cơ cấu các bộ phận trong chính sách chi trả đang có xu hướng thay đổi theo hướng tích cực, giảm dần tỷ trọng của khoản chi trả mang tính cố định “cào bằng” không phản ánh được năng lực và hiệu quả công việc như lương cố định mà thay vào đó là tăng dần tỷ trọng của các khoản chi trả mang tính khuyến khích cao gắn với hiệu quả kinh doanh như thưởng. Các nhà quản lý điều hành sẽ nhận được tiền thưởng nếu lợi nhuận đạt hoặc vượt kế hoạch vào cuối năm. Đồng thời ở phía cổ đông, kế hoạch kinh doanh và mức lợi nhuận thực hiện là căn cứ quan trọng để định giá cổ phiếu. Chỉ tiêu hiệu quả tài chính có ảnh hưởng qua lại giữa lợi ích cổ đông và nhà quản lý điều hành. Nếu gia tăng lợi ích thực sự cho cổ đông bằng sự năng động, sáng tạo, thì các khoản lương, thưởng của nhà quản lý nhận được mới thực sự xứng đáng. Thông thường, khi vượt kế hoạch lợi nhuận, nhà quản lý các DN niêm yết luôn đề nghị các cổ đông cho được hưởng tỷ lệ nhất định trên lợi nhuận đã vượt.

* *Thứ ba*, các CTCP đã sử dụng nhiều mô hình chi trả khác nhau trong việc thiết kế chính sách chi trả cho nhà quản lý, trong đó xu hướng chung của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam là tiếp cận các mô hình chi trả tiên tiến trên thế giới như thưởng cổ phiếu, quyền chọn cổ phiếu,...

Mặc dù mỗi CTCP niêm yết đều đã xây dựng riêng cho mình một chính sách chi trả cho nhà quản lý gắn với từng đặc điểm của công ty, song hầu hết các CTCP đều áp dụng mô hình chính sách tiền lương cố định thấp (fixed salary) hằng tháng/năm và chính sách thưởng biến đổi mạnh gắn chặt chẽ với kết quả kinh doanh. Một bộ phận công ty niêm yết đã mạnh dạn vận dụng các mô hình chính sách chi trả hiện đại mang tính khuyến khích đãi ngộ cao đối với các nhà quản lý như mô hình ESOP áp dụng ở các CTCP như FPT, Vinamilk, Masan... Cái lợi lớn nhất của các nhà quản lý khi nhận được các khoản thưởng từ chính sách ESOP là họ sẽ nhận được các khoản cổ tức không nhỏ từ các cổ phiếu ESOP và trở thành cổ đông của công ty nơi họ đang quản lý điều hành. Từ đó, họ có động lực gắn bó lâu dài và nỗ lực làm việc hơn.

* *Thứ tư*, bằng việc áp dụng phối hợp các mô hình chính sách chi trả khác nhau dưới cả hình thức tiền mặt và cổ phiếu trong chi trả cho các nhà quản lý, một số CTCP niêm yết này đã có kết quả hoạt động kinh doanh tốt hơn nhóm các CTCP áp dụng không đầy đủ. Chẳng hạn: Vinamilk khi áp dụng ESOP doanh thu và lợi nhuận trung bình hàng năm giai đoạn 2010 - 2016 tăng lần lượt là trên 15% và gần 30%; FPT doanh thu và lợi nhuận trung bình hàng năm tăng lần lượt là 15% và 10%. Đối với các công ty niêm yết bước đầu thực hiện chính sách thưởng cổ phiếu bên cạnh tiền mặt năm 2016 cũng đạt kết quả kinh doanh thuận lợi như: Thiên Long đạt doanh thu hơn 2.100 tỉ đồng, tăng 15%, còn lợi nhuận sau thuế đạt 240 tỉ đồng, tăng 28%; Đối với Thế Giới Di Động, năm 2016 lợi nhuận sau thuế tăng 47%); Coteccons cũng chứng kiến doanh thu tăng 52%, trong khi lợi nhuận tăng gần gấp đôi...

* *Thứ năm*, Đối với một số CTCP đã áp dụng chương trình ESOP trong xây dựng chính sách chi cho các nhà quản lý điều hành. ESOP đã trở thành một công cụ hiệu quả giữ chân các nhà quản lý tài năng tránh được sự cạnh tranh về thu hút nhân lực của các công ty khác. Thông thường, giá phát hành cổ phiếu theo chương trình ESOP thường ở mức khá thấp so với thị giá hiện hành của cổ phiếu, khiến việc được mua/thưởng cổ phiếu hấp dẫn hơn rất nhiều so với mức lương được trả hàng tháng của các nhà quản lý cấp cao.

3.4.2. Những hạn chế và nguyên nhân

3.4.2.1. Những hạn chế

Ở Việt Nam, bên cạnh sự thành công nhất định của một bộ phận các CTCP niêm yết thì phần lớn các CTCP vẫn đang loay hoay với bài toán làm thế nào để thu hút và giữ chân được nhân tài. Vì thế, ngay cả câu chuyện chi trả cao với nhiều doanh nghiệp đã là một cuộc cách mạng. Không nói tới doanh nghiệp nhà nước mà ngay cả nhiều doanh nghiệp tư nhân cũng chưa dám bứt phá trong việc trả lương và thưởng cao cho lãnh đạo công ty. Mà nguyên nhân chính là do quan điểm của HĐQT cũng như lối suy nghĩ của các cổ đông chưa có nhiều thay đổi theo hướng đánh giá đúng mức giá trị của tài năng đi làm thuê.

Không bứt phá được về chế độ lương thưởng luôn dẫn đến tình trạng méo mó trong động cơ làm việc của nhà quản lý doanh nghiệp. Trong nhiều trường hợp, các nhà quản lý tìm cách tự kiếm tiền cho mình bằng nhiều con đường khác nhau thay vì tập trung làm lợi cho công ty. Cách thường thấy là việc nhận các khoản hoa hồng của các nhà cung cấp. Thế nhưng cũng có những cách tinh vi hơn, như lập ra các công ty vệ tinh do họ sở hữu để lấy tiền của doanh nghiệp do mình quản lý dưới hình thức chuyển giá, chuyển doanh thu, hoặc nhận đầu tư.

Qua việc khảo sát thực trạng thực hiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam, cũng như kết quả nghiên cứu thực nghiệm các yếu tố ảnh hưởng đến chi trả cho nhà quản lý của các công ty niêm yết trên HoSE và HNX, có thể chỉ ra một số các hạn chế cơ bản sau đây:

* *Thứ nhất*, khi xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý, hầu hết các công ty niêm yết Việt Nam chưa xem xét đến tác động của yếu tố tăng trưởng (tăng giá trị doanh nghiệp/giá trị cổ phiếu).

Mặc dù mức độ tăng trưởng - Growth (được đo bằng chênh lệch giữa giá trị thị trường so với giá trị sổ sách) là một yếu tố rất quan trọng đối với sự phát triển dài hạn của công ty và là một trong những tiêu chí bắt buộc để đánh giá hiệu suất làm việc của các nhà quản lý. Nhưng trên thực tế qua kết quả khảo sát chính sách chi trả của từng công ty cũng như kết quả phân tích hồi quy cho thấy, các công ty lại không xem xét đến yếu tố này khi xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý. Mức độ tăng trưởng hay tăng giá cổ phiếu phản ánh những giá trị lợi ích mong muốn của các cổ đông. Không xem xét đến yếu tố này khi xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý, có thể dẫn đến tình trạng các nhà quản lý chỉ khai thác lợi ích trong ngắn hạn để nhận được mức chi trả cao nhưng không gắn liền với lợi ích của các cổ đông mà thay vào đó là các rủi ro tiềm ẩn trong tương lai.

* *Thứ hai*, với chính sách chi trả hiện nay, cơ cấu bộ phận “lương cứng” của các nhà quản lý CTCP Việt Nam vẫn chiếm khoảng 60% trong tổng gói chi trả đãi ngộ hằng năm. Trong khi đó, ở các nước phát triển, hầu hết các tập đoàn đa quốc gia đều có quy định về cơ cấu thu nhập hằng năm của các cấp quản lý. Cơ cấu gói đãi ngộ thường được xác định gồm 25% là lương cơ bản, 15% lương thưởng và 60% từ ESOP. Với cơ cấu này, các nhà quản lý DN trên thế giới có thể trắng tay nếu công ty kinh doanh kém hiệu quả. Ngược lại, họ cũng có thể trở thành triệu phú đô la nếu doanh nghiệp ăn nên làm ra. Còn đối với các nhà quản lý DN Việt Nam, mức thu nhập của họ cũng ít “nhạy cảm” hơn so với kết quả kinh doanh, họ sẽ vẫn yên tâm vì nhận được một khoản tiền cố định tương đối hàng năm mà không bị phụ thuộc vào kết quả kinh doanh năm đó.

* *Thứ ba*, Trong các công ty niêm yết ở Việt Nam có công bố chính sách chi trả cho nhà quản lý, thì mức trích lập quỹ khen thưởng, phúc lợi đối với nhà quản lý thường phổ biến là 2-5% lợi nhuận sau thuế hoặc lợi nhuận vượt kế hoạch. Đây là khoản tiền sau khi được ĐHCĐ nhất trí trích lập sẽ được sử dụng theo quy chế riêng của DN và không thuộc thẩm quyền giám sát của cổ đông. Với các công ty niêm yết lớn, có lợi nhuận sau thuế lên đến cả ngàn tỷ đồng, thì mức trích lập 2 - 5% sẽ cho một con số có giá trị tuyệt đối rất cao. Khi đó, với chính sách chi trả quá cao trong ngắn hạn cho các nhà quản lý như này sẽ dẫn đến tâm lý các nhà quản lý tập trung theo đuổi những kết quả cao trong ngắn hạn mà quên đi lợi ích lâu dài của doanh nghiệp. Kết quả là thực tế một bộ phận không nhỏ các nhà quản lý ở Việt Nam chỉ làm việc một thời gian nhất định tại công ty nhưng vẫn nhận được một khoản thu nhập lớn, để rồi sau đó khi rời khỏi công ty thì hoạt động của công ty lâm vào bờ vực khó khăn mà không phải trả giá vì những quyết định sai lầm trước đó. Thật vậy, thông thường ở những CTCP có cơ cấu cổ đông phân tán, ban lãnh đạo hay nắm đa số cổ phần. Hoặc những doanh nghiệp ít có cổ đông lớn độc lập và am hiểu tài chính cũng là nơi thích hợp để ban lãnh đạo có cơ hội “làm mưa làm gió” đối với các khoản thưởng từ vượt kế hoạch lợi nhuận cuối năm. Ví dụ: Chẳng hạn như trường hợp của Tổng Công ty Gas Petrolimex (PGC), Tổng CTCP Vận tải Dầu khí (PVT), CTCP Chế biến Hàng xuất khẩu Long An (LAF). Các công ty này thường đặt kế hoạch lợi nhuận khá thấp, thậm chí chỉ bằng một nửa kết quả đạt được của năm trước đó nên dễ dàng đạt chỉ tiêu đề ra và lĩnh thưởng tiền mặt.

* *Thứ tư*, còn xảy ra hiện tượng can thiệp, gian lận kế toán nhằm trục lợi từ chính sách chi trả mang tính khuyến khích cao như thưởng tiền mặt, thưởng cổ phiếu

dựa trên kết quả lợi nhuận kế toán. Việc lợi ích lớn từ việc nhận thưởng tiền và cổ phiếu ESOP, các nhà quản lý điều hành có động chỉ đạo điều chỉnh số liệu kế toán nhằm đạt kết quả tốt theo chính sách đã ban hành, không những thế ban quản lý điều hành còn dễ dàng chấp nhận những dự án mạo hiểm với mức sinh lời cao nhằm có cơ hội được mua số lượng cổ phiếu lớn hơn điều này đẩy hoạt động của DN vào tình trạng rủi ro cao, điển hình như trường hợp của CTCP Tân Tạo (ITA) hay Tổng CTCP xây lắp dầu khí Việt Nam (PVX)...

* *Thứ năm*, đối với các công ty niêm yết áp dụng ESOP trong xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý cũng gặp phải một số tác động tiêu cực tới hoạt động của doanh nghiệp:

- Một là, tạo áp lực cho công ty khi công ty buộc phải mua lại cổ phiếu khi nhà quản lý rời khỏi công ty, đặc biệt trong bối cảnh thị giá cổ phiếu của công ty thấp hơn so với thời điểm giá phát hành ESOP.

- Hai là, gây ra hiện tượng pha loãng cổ phiếu của các cổ đông hiện hữu nên các cổ đông lớn thường không muốn thực thi ESOP. Mặc dù ESOP mang lại nhiều lợi ích cho công ty và các nhà quản lý, song không phải doanh nghiệp nào cũng phát hành ESOP thuận lợi. Việc phát hành thêm cổ phiếu làm tăng lượng cổ phiếu lưu hành của công ty gây ra hiện tượng pha loãng cổ phiếu. Đối với những doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao, lợi nhuận tốt thì cổ đông không sẵn sàng chia sẻ lợi nhuận và quyền kiểm soát cho nhóm cổ đông mới thông qua ESOP. Mâu thuẫn giữa các cổ đông lớn và ban lãnh đạo (HĐQT) khiến phương án được đánh giá là công cụ quản trị hiện đại này bị gặp khó khăn khi triển khai trong thực tế. Chẳng hạn như trường hợp của Vinamilk: Hội đầu tháng 5.2013, Đại hội Cổ đông Vinamilk đề nghị tiếp tục phát hành ESOP giai đoạn 2012 -2016 nhưng đã không được cổ đông lớn nhất - Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh Vốn Nhà nước (SCIC) - đồng thuận.

- Ba là, Nhiều doanh nghiệp Việt Nam còn thiếu bộ quy tắc chuẩn khi phát hành ESOP cũng như chưa được sự tư vấn bởi các chuyên gia có kinh nghiệm. Quan trọng hơn hết là việc bảo đảm cân bằng quyền lợi giữa người được nhận ESOP và các cổ đông khác. Điều này hầu như chưa được nhắc đến nhiều. Vì công cụ này còn mới đối với các CTCP Việt Nam nên khi áp dụng trong xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý sẽ không dễ để tính toán được ESOP nên thực hiện lúc nào, chia cho ai và với tỉ lệ bao nhiêu.

* *Thứ sáu*, Đối với nhóm các CTCP có vốn chi phối của Nhà nước thì chính sách chi trả cho nhà quản lý chủ chốt cũng ít gắn với kết quả kinh doanh hơn và bị

phụ thuộc điều chỉnh nhiều bởi các quy định của pháp luật. Do yêu cầu về sự thống nhất về quy chế trả lương, thưởng trong toàn bộ khu vực nhà nước, nên chính sách lương đối với nhà quản lý trong các DN từ trước đến nay vẫn còn tồn tại hai điểm cố hữu là mức lương thấp và trả lương “cào bằng” giữa các DN. Các quy định pháp luật hiện hành của nhà nước cho phép trong trường hợp DN thua lỗ, nhà quản lý điều hành vẫn được lĩnh mức lương cơ bản. Đây cũng là một biểu hiện về tính chất “cào bằng” trong chính sách chi trả cho nhóm đối tượng này.

Trong khi đó chính sách thưởng có gắn vào kết quả kinh doanh thì các nhà quản lý thường đặt ra mức kế hoạch thấp để đạt được mức thưởng cao vào cuối năm. Thực tế cho thấy, mức chi trả cho nhà quản lý ở doanh nghiệp có quy mô lớn, hiệu quả cao còn thấp khi so với mặt bằng thu nhập chung của các nhà quản lý trên thị trường, trong khi một số doanh nghiệp quy mô nhỏ, hiệu quả thấp ở địa phương lại hưởng mức chi trả quá cao so với mặt bằng thu nhập ở địa phương.

3.4.2.2. Nguyên nhân

** Thứ nhất, Chất lượng Quản trị công ty của nhiều CTCP ở Việt Nam còn thấp.*

Quản trị công ty là yếu tố vô cùng quan trọng tác động đến sự phát triển bền vững của các công ty. Việc nâng cao tính minh bạch của thị trường, đảm bảo quyền lợi cũng như trách nhiệm của các bên có liên quan là hết sức cần thiết. Thực hiện tốt hoạt động Quản trị công ty tại các CTCP sẽ giúp đảm bảo sự ổn định và tăng trưởng cho không chỉ bản thân công ty mà còn cho cả nền kinh tế. Hiện nay, khung pháp lý về Quản trị công ty ở Việt Nam đã có những bước hoàn thiện nhất định, tuy nhiên, chất lượng quản trị công ty tại đại đa số các CTCP vẫn còn nhiều hạn chế, chưa tuân thủ 5 nguyên tắc về quản trị công ty của Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế, đó là: Quyền của các cổ đông; Đối xử bình đẳng với các cổ đông; Vai trò của các bên có quyền lợi liên quan trong quản trị công ty; Công bố thông tin và tính minh bạch; Trách nhiệm của HĐQT.

Các công ty chưa nhận thức được đúng đắn tầm quan trọng của Quản trị công ty đối với sự phát triển bền vững của công ty. Nhiều công ty chỉ tập trung vào các lợi ích ngắn hạn, chưa xem áp dụng các thông lệ tốt về quản trị công ty. Các thông tin và kiến thức về Quản trị công ty còn hạn chế. Một trong những rào cản lớn khi áp dụng Quản trị công ty tốt theo chuẩn mực quốc tế là mâu thuẫn lợi ích giữa HĐQT với Ban điều hành, giữa HĐQT với các cổ đông.

Bên cạnh đó, tính độc lập của thành viên HĐQT chưa được chú trọng trong các quy định luật pháp Việt Nam cũng như trong thực tiễn hoạt động quản trị công

ty của các CTCP. Việc hiểu biết về khái niệm các thành viên “độc lập” và vai trò của họ trong HĐQT với tư cách là đối trọng của các cổ đông nắm quyền kiểm soát chưa được hiểu một cách rõ ràng.

** Thứ hai, Các công ty chưa xây dựng được các “công thức” chi trả cho nhà quản lý một cách hợp lý dựa trên các mô hình chi trả tiên tiến.*

Ở Việt Nam hiện nay, các CTCP nói chung và các CTCP niêm yết nói riêng chưa có cái nhìn đúng đắn về xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý, không nhận thức được một cách đầy đủ về tầm quan trọng của chính sách chi trả cho nhà quản lý, cũng như sự ảnh hưởng của chính sách chi trả đó đến việc mục tiêu tối đa hóa giá trị tài sản của chủ sở hữu. Vấn đề quan trọng là hầu hết các công ty chưa áp dụng hoặc áp dụng chưa triệt để những mô hình chi trả tiên tiến mang tính khuyến khích cao mà nhiều các CTCP trên thế giới đã áp dụng, không xem xét đến mối quan hệ của nhiều yếu tố, bao gồm cả các yếu tố thuộc về nội tại và các yếu tố thuộc về môi trường bên ngoài công ty ảnh hưởng như thế nào đến chính sách chi trả cho nhà quản lý. Chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP hiện nay chịu tác động chủ yếu từ chủ trương và quan điểm chủ quan của HĐQT, chính vì vậy, chính sách này sẽ được xây dựng dựa trên mối quan hệ giữa HĐQT và các nhà quản lý. Đây là nguyên nhân dẫn đến chính sách chi trả cho nhà quản lý có thể không phù hợp với những điều kiện biến động của công ty, mang tính chất tùy tiện không hướng tới mục tiêu dài hạn và sự phát triển bền vững của công ty.

** Thứ ba, Quản trị lương, thưởng ở nhiều CTCP còn gặp nhiều hạn chế, vướng mắc.*

Qua việc khảo sát định tính báo cáo của các CTCP niêm yết ở Việt Nam, vai trò của Ủy ban lương thưởng còn hạn chế hoặc thậm chí nhiều công ty còn chưa xây dựng Ủy ban lương thưởng. Vai trò quan trọng hàng đầu của Ủy ban lương thưởng trong CTCP đó là xây dựng một chính sách chi trả hợp lý và khoa học trong đó bao gồm các nội dung chính như: kế hoạch tổng mức chi trả, hệ thống các khoản chi trả và đánh giá mức độ để làm căn cứ chi trả v.v...

Bên cạnh việc xây dựng một kế hoạch tổng mức chi trả chi trả cho nhà quản lý, hệ thống các khoản chi trả cuối cùng xuất hiện quá nhiều loại tiền có tên khó hiểu như phụ cấp hao mòn vỏ xe, phụ cấp môi trường, tiền xăng xe hay điện thoại cao đột biến, hay hàng chục loại tiền ABC mà ủy ban lương thưởng phải xử lý để có được tổng mức chi trả cuối cùng “được được một chút”. Bởi lẽ, càng để lâu tình trạng này, hệ thống chi trả càng bị biến dạng, không thể hiện đúng bản chất trả công

của vị trí nắm giữ, và làm cho tính cảm tính càng lúc càng tăng.

** Thứ tư, về việc gắn mức lương với con số lợi nhuận tuyệt đối của công ty là chưa thực sự hợp lý.*

Vấn đề ở đây là lợi nhuận đang phụ thuộc vào các yếu tố như ngành hàng, địa bàn kinh doanh, suất đầu tư, tính độc quyền, thương hiệu do Nhà nước gắn cho, ưu đãi của Nhà nước trong hoạt động kinh doanh, do chính sách tiền tệ, tài chính... Những yếu tố đó bản chất không phải là nội lực cá nhân của nhà quản lý để xác định tiền lương thưởng cao hay thấp. Tỷ suất lợi nhuận trên vốn hoặc tỷ suất lợi nhuận trên tổng tiền chi trả mới quyết định hiệu quả hoạt động kinh doanh, mới phản ánh yếu tố chủ quan, năng lực chỉ đạo, điều hành của người quản lý doanh nghiệp. Suất đầu tư không đổi mà tỷ suất lợi nhuận trên vốn hoặc tỷ suất lợi nhuận trên tiền lương ngày càng tăng thì cần phải có cơ chế tiền lương, tiền thưởng hợp lý cho nhà quản lý.

Hiện nay, trong khu vực CTCP có vốn nhà nước chi phối, người quản lý được quyền chủ động tất cả. Được giao quản lý và sử dụng một khối tài sản, tiền của lớn của Nhà nước nhưng lại không chịu một phương thức quản lý chặt chẽ, có hiệu quả về chi phí sản xuất, kinh doanh, quá trình điều hành. Các hoạt động mua - bán vật tư, nguyên liệu, hàng hóa, dịch vụ, vay vốn, liên doanh, liên kết, đầu tư mở rộng sản xuất, kinh doanh, mua sắm trang thiết bị, sửa chữa lớn, thành lập các đơn vị mới, tuyển dụng, bổ nhiệm... đều có thể bị lạm dụng, tư lợi mà khó có thể biết con số cụ thể bao nhiêu.

Tiền lương do Nhà nước quy định cao hay thấp không phải là mối quan tâm lớn của phần đông đội ngũ người quản lý trong khu vực CTCP có vốn Nhà nước, họ đang sống và làm giàu nhờ thu nhập không chính danh từ quá trình điều hành hoạt động kinh doanh kể trên. Đó là chưa kể vị trí quản lý cũng tạo cho không ít người có mối quan hệ xã hội để làm giàu một cách nhanh chóng. Trong thực tế, tiền lương cao hay thấp chỉ ảnh hưởng lớn đến người lao động trực tiếp, làm công hưởng lương.

** Thứ năm, vai trò của Ban kiểm soát và Kiểm toán nội bộ trong việc tham gia vào quá trình chi trả cho nhà quản lý còn nhiều hạn chế.*

Ban kiểm soát của các CTCP ở Việt Nam nhìn chung còn chưa thể hiện đầy đủ vai trò bảo vệ cổ đông và nhà đầu tư trước các hoạt động của HĐQT và Ban điều hành quản lý, từ đó dẫn đến các rủi ro lớn cho nhà đầu tư và các cổ đông. Sự tồn tại của Ban kiểm soát còn mang nặng tính hình thức, chưa thực sự thể hiện rõ vai trò trong việc đánh giá một cách khách quan hiệu quả làm việc của Ban điều hành cũng như tham gia vào việc ngăn ngừa các hành vi trục lợi của các nhà quản lý.

Bên cạnh đó, các cổ đông(chủ sở hữu CTCP) chưa thể có được sự đảm bảo cần thiết về tính hiệu quả của toàn bộ hệ thống kiểm soát rủi ro và việc tuân thủ các quy định trong và ngoài công ty do hạn chế về quy mô và tính độc lập của kiểm toán nội bộ. Kiểm toán nội bộ chưa được nâng cao vai trò trong công tác quản trị công ty, nhiều công ty sử dụng dịch vụ kiểm toán là do quy định của pháp luật.

Chức năng của HĐQT là chức năng giám sát các nhà quản lý. Trên thực tế, thành viên HĐQT lại nắm giữ vị trí quản lý điều hành. Trong trường hợp này, không có hệ thống quản trị công ty tốt và vai trò của kiểm toán độc lập có thể sẽ không được đề cao. Kiểm toán viên sẽ phải thực hiện công việc dưới sức ép của Ban điều hành, dẫn đến sự minh bạch và chính xác về thông tin không được đảm bảo mà đây lại là căn cứ để xác định chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Trong chương 3, tác giả luận án đã mô tả thực trạng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2016 và kết hợp với nghiên cứu định tính tình huống chính sách chi trả của CTCP FPT áp dụng đối với các nhà quản lý chủ chốt của công ty mẹ. Bên cạnh đó, bằng việc sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng, tác giả tiến hành các kiểm định để đánh giá sự tác động của các yếu tố cơ bản đến tổng mức chi trả cho các nhà quản lý chủ chốt của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam. Kết quả phân tích định tính và định lượng cho thấy khi xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý, các CTCP đều đã chú ý đến hiệu quả kinh doanh của công ty như lợi nhuận và tỷ suất lợi nhuận (ROE) có tác động cùng chiều với tổng mức chi trả cho nhà quản lý, trong khi đó các yếu tố như tỷ lệ thành viên HĐQT không tham gia điều hành (NEDs) có tác động ngược chiều và mạnh nhất đến mức chi trả cho nhà quản lý. Kết quả phân tích ANOVA và hồi quy cũng cho thấy có sự khác nhau về mức độ chi trả cho nhà quản lý giữa các nhóm ngành nghề kinh doanh, giữa các công ty có cơ cấu sở hữu khác nhau. Ngoài ra, chính sách chi trả còn chịu tác động của các nhân tố như quy mô công ty, quy mô HĐQT... Tuy nhiên, yếu tố mức độ tăng trưởng (tăng giá cổ phiếu) được tác giả kỳ vọng sẽ có tác động thuận chiều đến mức chi trả cho nhà quản lý thì lại không có ý nghĩa thống kê. Điều đó chứng tỏ các công ty đã không sử dụng tiêu chí này khi xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý, thực tế cũng hoàn toàn phù hợp với kết quả khảo sát các chính sách chi trả hiện hành của các công ty.

Trên cơ sở phân tích thực trạng chính sách chi trả cho nhà quản lý và kiểm định mô hình đánh giá các yếu tố tác động đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam, tác giả luận án tổng kết lại các thành tựu đã đạt được của các công ty cũng như chỉ ra những bất cập còn tồn tại trong xây dựng và thực thi chính sách chi trả cho nhà quản lý. Để khắc phục những hạn chế nhằm hoàn thiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam, những đề xuất và khuyến nghị được tác giả đề cập ở chương 4 tiếp theo.

CHƯƠNG 4: CÁC ĐỀ XUẤT, KHUYẾN NGHỊ NHẪM HOÀN THIỆN CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CHO NHÀ QUẢN LÝ CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN Ở VIỆT NAM

4.1. Mục tiêu và nguyên tắc xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý tại các công ty cổ phần ở Việt Nam

4.1.1. Mục tiêu xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý

Hiện nay, các CTCP ở châu Á cũng như trên thế giới đang thiết kế lại hệ thống chính sách chi trả cho phù hợp với tình hình mới để vừa đáp ứng đúng kỳ vọng của người lao động (nhất là những nhân sự quản lý chủ chốt), vừa giúp doanh nghiệp đạt được các mục tiêu phát triển lâu dài. Gần đây, nhiều công ty lớn ở Việt Nam đặt ra mục tiêu tăng trưởng cao đã buộc phải chú trọng việc cải thiện năng lực cạnh tranh toàn diện, trong đó khả năng cạnh tranh trong việc thu hút và giữ chân nhân tài chủ chốt thông qua các chính sách chi trả mang tính đãi ngộ cao được xem là một trong những ưu tiên hàng đầu. Để thực hiện được mục tiêu tổng quát đó, dựa trên kinh nghiệm quốc tế cũng như việc phân tích đánh giá thành công và hạn chế trong chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam, một số mục tiêu cụ thể mang tính định hướng mà các CTCP ở Việt Nam có thể quán triệt khi thiết kế chính sách chi trả cho nhà quản lý của công ty mình, bao gồm:

**** Thứ nhất, Hướng đến một chính sách chi trả mang tính toàn diện hơn với đa dạng các hình thức và khoản chi trả cho nhà quản lý.***

Hiện nay, chính sách chi trả được các Công ty sử dụng như một công cụ để thu hút và giữ chân các nhà quản lý tài năng phục vụ cho sự phát triển của công ty trong ngắn hạn cũng như dài hạn. Tuy nhiên, Mức lương cao hằng tháng không còn là yếu tố duy nhất giúp các công ty thu hút và giữ được nhân tài vào các vị trí quản lý. “Những lợi ích về tài chính cũng như phi tài chính nay không còn là mối quan tâm hàng đầu của nhà quản lý nữa” (Nathan Kitchner, 2013). Các nhà quản lý có xu hướng đầu quân cho những doanh nghiệp sẵn sàng cung cấp cho họ những gói chính sách chi trả mang tính đãi ngộ cao đáp ứng các nhu cầu cá nhân một cách toàn diện hơn, đồng thời luôn đánh giá đúng thành tích làm việc của họ.

Chính sách chi trả cho nhà quản lý mà các CTCP ở Việt Nam cũng đang có xu hướng áp dụng giống các CTCP trên thế giới bao gồm ba thành phần là lương cơ bản, các khoản khuyến khích ngắn hạn và các khoản khuyến khích dài hạn. Tuy nhiên, có điểm khác biệt trong cơ cấu của thành phần chi trả, cụ thể là: đối với các CTCP trên thế giới, các khoản khuyến khích dài hạn đang được áp dụng khá phổ biến nhằm gắn trách nhiệm của các nhà quản lý điều hành đối với các mục tiêu trung hạn và hướng đến sự tăng trưởng bền vững dài hạn của doanh nghiệp; Ngược lại, các

CTCP ở Việt Nam lại chú trọng vào các khoản chi trả mang tính ngắn hạn như lương và thưởng hàng năm. Hiện nay, xu hướng trên thế giới nhiều công ty đang thiết kế lại bộ máy tổ chức theo hướng tinh giản các cấp bậc nhưng nói rộng dài tiền lương ở mỗi cấp bậc. Cách làm như vậy giúp doanh nghiệp chú trọng hơn đến sự đóng góp của người quản lý thông qua nhiều vai trò linh hoạt hơn và đảm nhận nhiều nhiệm vụ hơn, đồng thời buộc HĐQT phải cân nhắc kỹ hơn trong việc chi trả cũng như có trách nhiệm nặng nề hơn khi thực hiện nhiệm vụ phát triển nghề nghiệp cho đội ngũ nhà quản lý. Do vậy, một chính sách chi trả hoàn thiện cần phải toàn diện trên mọi góc độ:

Một là, đối với các nhà quản lý thì công ty luôn đảm bảo quan tâm lợi ích mọi mặt của họ, giúp họ có động lực làm việc tốt để nỗ lực cống hiến cho sự phát triển của công ty trong thời gian dài. Muốn vậy, chính sách chi trả phải đa dạng về hình thức chi trả và cơ cấu thành phần chi trả trong đó nâng dần tỷ trọng của các khoản khuyến khích trung và dài hạn gắn quyền lợi và trách nhiệm của nhà quản lý với sự phát triển của công ty.

Hai là, đối với công ty thì chính sách chi trả đó phải phản ánh đúng hiệu quả hoạt động của công ty và phù hợp với tiềm lực tài chính của công ty, đảm bảo khả năng chi trả đầy đủ cho nhà quản lý. Ngoài ra chính sách đó còn phải được minh bạch hóa và tham khảo ý kiến của các cổ đông thiểu số trước khi đưa vào thực hiện.

Ba là, duy trì và thu hút được nhà quản lý giỏi bằng cách cần phân hóa mạnh mẽ hơn mức độ chênh lệch về thu nhập giữa vị trí quản lý với các vị trí khác.

Như vậy, khi xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý, các CTCP cần phải xem xét tất cả các yếu tố khác nhau để đưa ra một quy trình xây dựng chính sách chi trả mang tính chiến lược dài hạn nhưng không vi phạm những quy định mang tính pháp lý của Nhà nước

**** Thứ hai, Chính sách chi trả phải gắn với hiệu suất làm việc của nhà quản lý trong ngắn hạn và dài hạn, tức là phải gắn liền và phục vụ hiệu quả cho chiến lược kinh doanh.***

Nhìn chung, hệ thống chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam đang có xu hướng chuyển dần từ chỗ trả lương theo thời gian làm việc, theo thâm niên công tác hay chức vụ sang trả lương theo hiệu quả làm việc và mức độ đóng góp thực tế. Xu hướng này giúp các công ty quản lý tốt hơn các khoản phúc lợi không tính thành tiền và xác định rõ gói thu nhập của từng nhà quản lý hàng tháng nhưng vẫn đảm bảo sự công bằng và ổn định trong tổ chức.

Tuy nhiên, điều quan trọng nhất khi áp dụng chính sách chi trả đãi ngộ theo

hiệu quả làm việc là không nên chỉ nhấn mạnh yếu tố lương, có nghĩa là không nhất thiết phải tăng tiền lương, tiền thưởng mỗi khi nhà quản lý đạt kết quả cao. Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng tiền bạc chỉ tạo ra một tác động rất thấp đối với việc cải thiện thành tích và hiệu quả làm việc của nhà quản lý. Thay vào đó, một chính sách chi trả đãi ngộ theo hiệu quả làm việc cần phải tính đến những phần thưởng có giá trị tinh thần hay tạo điều kiện để nhà quản lý có những trải nghiệm sống mới, từ đó họ sẽ tích cực điều chỉnh hành vi, lối sống và hỗ trợ đồng nghiệp nhiều hơn, kết quả cuối cùng là nâng cao được hiệu quả công việc chung. Cho dù thưởng bằng tiền hay không bằng tiền thì điều quan trọng là doanh nghiệp phải xác định rõ mục đích của việc khen thưởng.

Trong chính sách chi trả theo hiệu quả làm việc, các công ty thường chi trả rất cao cho nhà quản lý dựa trên các chỉ tiêu về tài chính ngắn hạn. Tuy nhiên, không nên lệ thuộc quá nhiều vào cách làm này bởi vì các chỉ tiêu đó chỉ phản ánh trong ngắn hạn, thiếu động lực trong dài hạn. Như vậy, rất dễ đến tình trạng nhà quản lý trục lợi từ các khoản thưởng khổng lồ thông qua việc điều chỉnh các dữ liệu kế toán.

Cũng vậy, khi đánh giá về hiệu quả làm việc của nhà quản lý, các doanh nghiệp không nên chỉ nhìn vào những thành tích của họ trong quá khứ, mà còn phải tính đến các yếu tố đảm bảo cho sự phát triển nghề nghiệp của họ để hỗ trợ họ tham gia thực hiện bằng được các mục tiêu dài hạn của doanh nghiệp.

*** Thứ ba, Kỷ luật tài chính trong xây dựng chính sách chi trả**

Điều quan trọng đối với HĐQT của các công ty cổ phần ở Việt Nam là phải tập trung vào quyết định xây dựng chính sách chi trả với một mức chi trả hàng năm hợp lý đối với các nhà quản lý (không nên quá cao) và phải đặt dưới sự cân bằng của các yếu tố cạnh tranh từ các công ty khác cùng ngành. Hạn chế việc xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý một cách cảm tính hay thiên theo bằng cấp và thâm niên mà không xét đến tính chất công việc cụ thể.

Trong bối cảnh ngân sách dùng để chi trả đãi ngộ đối với nhà quản lý còn hạn chế, HĐQT các công ty cũng cần phải cố gắng đưa ra các dự báo về thu nhập trong ba hoặc năm năm tới. Đồng thời, cần phải thiết lập các giới hạn về tổng mức chi trả cho nhà quản lý, tránh tình trạng chi trả quá mức trong một thời gian nhất định mà cần có chiến lược trong chính sách chi trả đảm bảo gắn với sự phát triển lâu dài của công ty.

*** Thứ tư, Chính sách chi trả phải kết hợp được các mục tiêu của công ty với mục tiêu của nhà quản lý**

Các chuyên gia đãi ngộ nhân sự đồng ý rằng hầu hết các mục tiêu dùng làm

căn cứ để xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý nên được định lượng và đo lường được. Điều đó có nghĩa là vào cuối năm, Hội đồng quản trị công ty sẽ xem xét các chỉ tiêu và tiến độ thực hiện của nhà quản lý, từ đó xác định rất rõ liệu các mục tiêu đã đặt ra trước đó có được đáp ứng hay không. Thậm chí, ngay cả các mục tiêu mang tính chủ quan hơn như tạo ra môi quan hệ tốt hơn với các nhân viên, người lao động trong công ty và khách hàng của công ty. Do vậy, nên sử dụng các cuộc khảo sát về sự hài lòng của người lao động, khách hàng và các dữ liệu khác để thông báo quyết định của HĐQT.

Việc kết hợp các mục tiêu cá nhân nhà quản lý và mục tiêu của công ty để thực hiện một chính sách chi trả năng động hơn. Mục tiêu của công ty có thể bao gồm: cải thiện điểm hài lòng của khách hàng hoặc gia tăng lợi nhuận, gia tăng giá trị công ty. Trong khi đó, mục tiêu của cá nhân nhà quản lý có thể bao gồm: cải thiện kiến thức của nhà quản lý về tài chính, hay cải thiện kỹ năng thuyết trình... Bằng cách kết hợp các mục tiêu cá nhân nhà quản lý trong xây dựng chính sách chi trả, các CTCP đảm bảo rằng nhà quản lý sẽ tiếp tục phát triển những “công cụ” mang tính cá nhân đó của mình để giúp hoàn thành các mục tiêu của công ty.

4.1.2. Nguyên tắc xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần

Để đảm bảo một hệ thống chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần được xây dựng và thực hiện một cách hiệu quả, cũng như các công ty trên thế giới các công ty ở Việt Nam cũng cần tuân thủ một số các nguyên tắc sau đây:

➤ ***Chính sách chi trả phải được xây dựng dựa trên nguyên tắc đánh giá đầy đủ và đúng đắn các yếu tố bên trong và bên ngoài công ty.***

Kết quả phân tích hồi quy ở chương 3 cho thấy khi xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý, các công ty ở Việt Nam chưa xem xét hết đến các nhân tố nội tại của công ty. Mỗi công ty đều có những đặc điểm riêng biệt về lĩnh vực hoạt động kinh doanh, về vị trí địa lý và các nhân tố nội tại, do vậy không có một chính sách chi trả cho nhà quản lý áp dụng chung cho tất cả các công ty trong mọi thời điểm. Trong điều kiện kinh doanh cụ thể, các công ty đều có chiến lược kinh doanh và quan điểm kinh doanh khác nhau. Khi xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý, các công ty cần lựa chọn các chính sách, mô hình chi trả phù hợp hoặc phối hợp các mô hình chính sách chi trả gắn với đặc điểm riêng của từng công ty, trong một công ty cũng cần phải có sự điều chỉnh cho phù hợp với từng giai đoạn phát triển. Hội đồng quản trị cần phải phân tích được sự tác động của các yếu tố bên trong và bên ngoài công ty đến chính sách chi trả cho nhà quản lý để từ đó xây dựng và ban hành được một hệ thống các chính sách chi trả cho nhà quản lý đầy đủ và phù hợp nhất.

Các nhân tố bên trong công ty bao gồm: Lợi nhuận và dòng tiền thực tế của công ty, khả năng sinh lời của vốn và so sánh với mức sinh lời kỳ vọng của các cổ đông; cơ cấu vốn và tỷ lệ sở hữu của các thành phần khác nhau kế hoạch mở rộng hay mục tiêu phát triển của công ty trong dài hạn; Mức độ tăng trưởng công ty, tăng giá cổ phiếu...

Các nhân tố bên ngoài công ty như các quy định pháp lý liên quan đến chính sách chi trả cho nhà quản lý: Các quy định về mức lương cơ bản, hệ số lương; Các quy định về quản trị công ty; Các quy định về Thuế Thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân; Các điều kiện và thủ tục về phát hành cổ phiếu thưởng...

➤ ***Chính sách chi trả phải dựa trên nguyên tắc cân đối lợi ích của cổ đông và lợi ích của nhà quản lý***

Khi xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý, công ty cần phải cân nhắc được lợi ích của các nhà quản lý với lợi ích của các nhóm cổ đông trong ngắn hạn và dài hạn. Do vậy, cần xác định giới hạn mức chi trả hàng năm và tổng mức chi trả trong 3 -5 năm hợp lý sao cho vừa đảm bảo lợi ích cho các cổ đông (cổ tức và sự tăng giá cổ phiếu), vừa có nguồn thu nhập trong ngắn hạn và dài hạn đủ đảm bảo tạo động lực làm việc cho nhà quản lý. Nhìn chung, bất cứ một mô hình chính sách chi trả nào cũng không thể làm hài lòng tất cả các cổ đông vừa làm hài lòng các nhà quản lý. Vì vậy, HĐQT các công ty cần phải cân đối dung hòa được lợi ích của các nhóm cổ đông với lợi ích của các nhà quản lý.

➤ ***Nhất quán và tuân thủ trong xây dựng và thực hiện chính sách chi trả***

Các vị trí từ nhà quản lý cấp cao đến nhân viên đều được định ra phương thức chi trả và ghi nhận một cách đầy đủ vào các chính sách của công ty, tránh các khoản chi trả nằm ngoài chính sách. Các khoản chi trả cho Hội đồng quản trị và văn phòng hội đồng quản trị cần được tách bạch với quỹ lương của các nhà quản lý điều hành.

khi chính sách đã được ban hành, cần được tuân thủ triệt để. Tránh tình trạng luật lệ được quy định từ Ban điều hành/HĐQT và cũng bắt đầu phá sản từ đó. Nhà dốt từ nóc, cấp càng cao càng phải thể hiện vai trò làm gương (role-model) chứ không phải thể hiện quyền lực qua việc đặt ra các đặc quyền đặc lợi.

➤ ***Chính sách chi trả phải dựa trên nguyên tắc đánh giá rủi ro và kiểm soát nội bộ***

Chính sách chi trả cho nhà quản lý là chìa khóa để thu hút, duy trì và thúc đẩy tài năng của các nhà quản lý. Do vậy, HĐQT các công ty cổ phần nên thiết lập một quy trình xây dựng ban hành chính sách chi trả nghiêm ngặt, đồng thời phải được công khai rộng rãi cho các nhà quản lý, các cổ đông có thể hiểu cách thức chi trả khuyến khích. Từ đó, HĐQT mà đặc biệt thông qua một ủy ban chi trả, sẽ tác động

kiểm soát đến các hành vi tiêu cực nhằm trục lợi của nhà quản lý. Các bước trong quy trình chi trả cần được thực hiện kiểm soát một cách chặt chẽ để giảm thiểu rủi ro. Ví dụ như lựa chọn đúng các dữ liệu về hiệu quả làm việc của nhà quản lý làm căn cứ xác định mức chi trả, và thực hiện các hoạt động kiểm soát nội bộ bổ sung khi cần để giảm thiểu rủi ro. Muốn vậy, cần phải có sự phối hợp nhịp nhàng giữa ủy ban kiểm toán nội bộ và ủy ban lương thưởng trong việc xác định mức chi trả cuối cùng cho các nhà quản lý.

4.2. Đề xuất các nhóm giải pháp nhằm hoàn thiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần ở Việt nam

Lý luận và thực tiễn cũng đã cho thấy vai trò của nhà quản lý điều hành là vô cùng quan trọng quyết định đến hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty. Phẩm chất, năng lực và nỗ lực của họ sẽ quyết định doanh nghiệp được điều hành như thế nào và do vậy có quan hệ chặt chẽ với các chỉ tiêu như lợi nhuận, tốc độ tăng trưởng... Tuy nhiên, thực tế tại nhiều DN ở Việt Nam nói chung và ở các công ty cổ phần nói riêng, chính sách chi trả cho nhà quản lý còn nhiều bất cập như: (i) Chính sách chi trả hiện tại của phần lớn các công ty niêm yết chưa thực sự khuyến khích các nhà quản lý nỗ lực và gắn bó lâu dài với công ty; (ii) Chính sách chi trả của hầu hết các công ty còn chưa gắn chặt với mức độ tăng trưởng, tăng giá cổ phiếu; (iii) Các thành phần chi trả cho nhà quản lý như cổ phiếu, quyền chọn cổ phiếu và các thanh toán ưu đãi dài hạn khác nhằm mục đích gắn quyền lợi của nhà quản lý với giá trị của các cổ đông chưa được xem xét hoặc nếu có xem xét thì cũng chưa thực sự triệt để...

Những điểm yếu trên cũng đã được nhìn nhận từ lâu và đã có những nỗ lực thay đổi để khắc phục. Mức thu nhập của đội ngũ quản lý, điều hành các công ty cổ phần đã được nâng lên và gắn nhiều hơn với kết quả sản xuất kinh doanh. Tuy nhiên, những thay đổi này rất chậm và khó khăn nên cho đến nay, những điểm yếu trên cơ bản vẫn tồn tại. Để tiếp tục hoàn thiện hệ thống chính sách chi trả cho đội ngũ quản lý điều hành, các công ty cổ phần ở Việt Nam cần tập trung thực hiện một số nhóm giải pháp sau đây:

4.2.1. Ứng dụng các mô hình chi trả hiện đại trong xây dựng hệ thống chính sách chi trả cho nhà quản lý

** Thứ nhất, Chính sách chi trả thưởng bằng cổ phiếu dựa trên SO/ESOP*

Các công ty cổ phần ở Việt Nam cần phải hiện đại hóa mối quan hệ giữa chủ sở hữu và đội ngũ các nhà quản lý lãnh đạo thông qua các chính sách quyền chọn/thưởng cổ phiếu (SO hoặc ESOP). Các chương trình đãi ngộ này là vô cùng quan trọng vì nó giúp tạo động cơ mạnh mẽ cho các nhà quản lý trong công ty phần

đầu hết mình cho lợi ích của công ty, hay chính là lợi ích của cổ đông. Nó cũng giúp loại bỏ tình trạng các nhà quản lý trong doanh nghiệp tập trung vào kiếm tiền riêng từ công ty mà thay vào đó giúp họ phấn đấu tăng trưởng công ty để hưởng ESOP. Đương nhiên, ESOP chỉ thực sự có tác dụng mạnh nhất khi nó là một chương trình dài hạn và gắn với các thành tích phát triển của công ty mà các nhà quản lý này đem lại. Sẽ là vô nghĩa nếu ESOP được triển khai mà thiếu vắng sự gắn kết chặt chẽ giữa thành tựu của công ty với các phần thưởng này:

Tuy nhiên, trước khi nhận được các khoản thưởng kèch xù từ ESOP, các nhà quản lý doanh nghiệp cũng phải trải qua một quá trình thử thách. Các nhà quản lý cũng phải cam kết ở lại quản lý doanh nghiệp trong vòng 5 năm, có các chỉ số đánh giá năng lực cá nhân đạt yêu cầu và một số cam kết riêng khác. Khi tình hình hoạt động của doanh nghiệp xuống dốc, cổ đông có thể xem xét tùy mức độ mà quyết định thu hồi một phần số cổ phiếu ESOP đã thưởng trước đó (gọi là “clawback”).

Đồng thời, để giải quyết mâu thuẫn do tình trạng thiệt hại pha loãng cổ phiếu của các nhóm cổ đông không được nhận ESOP. Các công ty cổ phần ở Việt Nam nên áp dụng hai cách sau:

(i) Một là mỗi năm trích quỹ dành cho phát hành ESOP. Khoản này sẽ được ghi nhận vào chi phí hoạt động chung của công ty, không ảnh hưởng cho riêng bên nào.

(ii) Hai là doanh nghiệp có thể mua lại cổ phiếu trôi nổi trên thị trường làm cổ phiếu quỹ bằng với số cổ phiếu ESOP phát hành để tránh pha loãng. Thậm chí, có thể dùng số cổ phiếu mua được làm cổ phiếu ESOP.

** Thứ hai, Chính sách chi trả thưởng bằng tiền mặt dựa trên EVA*

Bên cạnh các chính sách chi trả khuyến khích cho ác nhà quản lý như: thưởng cổ phần, hoặc cấp tặng những giá trị vật chất... Thì chính sách chi trả khuyến khích dựa trên EVA là một chính sách thưởng bằng tiền mặt cho việc tạo ra giá trị của công ty.

Đối với các công ty cổ phần Việt Nam, khi xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý, tùy từng điều kiện và đặc điểm công ty có thể chuyển đổi mô hình chi trả dựa trên chỉ tiêu EVA thay vì dựa trên chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế như đại đa số các công ty niêm yết Việt Nam đang sử dụng.

EVA là công cụ đo lường chính xác nhất kết quả hoạt động kinh doanh của DN trong từng thời kỳ. Trong cách tính EVA, ưu điểm là chuyển lợi nhuận sổ sách kế toán thành lợi nhuận kinh tế thực thông qua một số điều chỉnh.

Với chính sách chi trả tiền thưởng dựa trên chỉ tiêu EVA sẽ làm cho các nhà quản lý suy nghĩ và hành động như những cổ đông của công ty bởi vì họ được trả như những cổ đông theo kết quả hoạt động kinh doanh thực của công ty. Thông qua

chính sách chi trả tiền thưởng EVA, các nhà quản lý chỉ có một cách kiếm tiền cho bản thân mình bằng cách tạo ra giá trị nhiều hơn cho các cổ đông.

Để khắc phục những hạn chế, tồn tại trong chính sách chi trả thưởng khuyến khích dài hạn hiện hành của các CTCP ở Việt Nam, sau đây là một vài gợi ý minh họa về việc áp dụng chỉ tiêu EVA trong một công ty cổ phần làm cơ sở để cho các công ty cổ phần ở Việt Nam xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý một cách phù hợp và khoa học:

Công thức tính tiền thưởng là:

$$\text{Tiền thưởng} = \text{tiền thưởng mục tiêu} + y\% \cdot (\text{EVA} - \text{EI})$$

Bảng 4.1: Kế hoạch xác định tiền thưởng EVA hiện đại tại một công ty

Đơn vị tính: 1000 USD

Chỉ tiêu	Năm N1	Năm N2	Năm N3
1. EVA (năm N0 = -20.000)	-10.000	-15.000	-10000
2. Mức tăng EVA (N1-N0)	10.000	-5.000	5.000
3. Mức tăng EVA kỳ vọng	5.000	5.000	5.000
4. Mức tăng EVA vượt mức = (2) – (3)	5.000	s-10.000	0
5. Tiền thưởng mục tiêu	100	100	100
6. Tỷ lệ trên EVA vượt mức	1%	1%	1%
7. Tiền thưởng kiếm được = (5) + 1%.(4)	150	0	100
8. Tiền thưởng kiếm được + Ngân hàng	150	33	100
9. Tiền thưởng chi trả	117	33	100
10. Số dư cuối kỳ của ngân hàng	33	0	0

Nguồn: S. David Young and Stephen F.O'Byrne (2001)

Giả sử mức $y\%$ của công ty này xác định là ở mức 1%

$$\text{Tiền thưởng} = 100.000 \text{ USD} + 1\%(\text{EVA} - 5.000.000 \text{ USD})$$

Kế hoạch tiền thưởng EVA hiện đại cũng được thực hiện theo cách mục tiêu EVA được thiết lập mỗi năm theo quy trình điều chỉnh kế hoạch tiền thưởng. Việc điều chỉnh này được dựa trên 3 tiêu thức then chốt: tiền thưởng mục tiêu, mức tăng EVA kỳ vọng và khoảng cách EVA. Các nhà quản lý sẽ kiếm được tiền thưởng mục tiêu nếu họ đạt được mức tăng EVA tạo cho các cổ đông của công ty một thu nhập/chí phí vốn theo giá trị thị trường của khoản đầu tư của họ. Nếu họ đạt trên mức kỳ vọng này, tiền thưởng sẽ trên mức mục tiêu, trong khi kết quả dưới mức sẽ dẫn đến một khoản tiền thưởng dưới mức mục tiêu.

Để áp dụng thành công mô hình chi trả dựa trên chỉ tiêu EVA này vào việc thanh toán tiền lương, tiền thưởng cho các nhà quản lý, các công ty cổ phần ở Việt Nam cần phải thỏa mãn một số điều kiện nhất định như:

- Tiếp cận mục tiêu quản trị tài chính mới: EVA là mục tiêu duy nhất cho toàn công ty. Theo đó, mọi hoạt động từ lập kế hoạch, lập ngân sách, quyết định đầu tư vốn v.v... đều tập trung vào mục tiêu: làm sao tăng EVA.

- Nâng cao vai trò của chức năng quản trị tài chính: DN nên hoàn thiện tổ chức hoạt động quản trị tài chính theo hướng nâng cao vai trò của chức năng quản trị tài chính phù hợp với mục tiêu quản trị tài chính DN.

- Hoàn thiện cơ cấu tổ chức của bộ phận tài chính kế toán theo hướng chuyên nghiệp hóa, nâng cao vai trò của giám đốc tài chính và hình thành bộ phận kiểm soát tài chính riêng biệt độc lập trực thuộc giám đốc tài chính.

- Tổ chức công tác đào tạo và ứng dụng công nghệ thông tin cho EVA.

- Các công ty cổ phần phải được hoạt động trong một thị trường chứng khoán minh bạch và không có những biến động bất thường gây ảnh hưởng xấu đến tâm lý của các nhà đầu tư.

- Bên cạnh đó, cần xây dựng một hội đồng chuyên trách (compensation committee) như là một biện pháp kiểm soát rủi ro. Hội đồng này có trách nhiệm quyết định mức thù lao cuối cùng cho nhà quản lý, dựa trên cơ sở đánh giá một số tiêu chí mang tính định tính (khả năng lãnh đạo, sáng kiến...), đồng thời rà soát lại các tiêu chuẩn định lượng để bảo đảm mức thù lao là hợp lý và công bằng. Trong trường hợp nếu hội đồng này xác định DN không đạt chỉ tiêu kế hoạch nhưng do những nguyên nhân khách quan chứ không phải lỗi của nhà quản lý thì nhà quản lý vẫn có thể được thưởng cho những nỗ lực của mình.

Như vậy, thước đo EVA thành công trong việc chỉ ra được giá trị thực sự tạo ra cho cổ đông và qua đó nhà đầu tư cũng đánh giá được giá trị thực sự của doanh nghiệp trong một thời kỳ nhất định. Với mục tiêu theo đuổi là tối đa hoá giá trị cho các cổ đông thì việc nghiên cứu vận dụng EVA trong việc đánh giá thành quả để xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý là hết sức cần thiết và có ý nghĩa.

4.2.2. Sử dụng linh hoạt các tiêu chí đo lường hiệu suất làm việc của nhà quản lý làm căn cứ xây dựng chính sách chi trả

- Thứ nhất, kết quả phân tích nêu trên cũng đã chỉ ra tổng mức chi trả của các nhà quản lý điều hành phụ thuộc vào kết quả hoạt động kinh doanh. Các tiêu chí tài chính được đại số các công ty niêm yết ở Việt Nam sử dụng để xây dựng chính sách chi trả đều là các tiêu chí mang tính ngắn hạn như: Doanh thu, lợi nhuận, tỷ suất lợi nhuận.... Do vậy, các công ty niêm yết cần phải bổ sung xây dựng một hệ thống tiêu chí đánh giá đủ mạnh và chính xác tính hiệu quả cũng những giá trị gia tăng mà các nhà quản lý tạo ra như: chỉ tiêu về mức độ tăng trưởng, mức độ tăng giá cổ phiếu...

Bộ tiêu chí này cần được xây dựng dựa theo chuẩn chức danh của từng vị trí quản lý theo khung năng lực. Đây sẽ là căn cứ để xây dựng các tiêu chí tuyển chọn nhà quản lý, đánh giá hiệu quả làm việc nhà quản lý một cách bài bản và chuyên nghiệp tạo cơ sở thực hiện việc chi trả một cách công bằng và hợp lý.

- *Thứ hai*, chính sách chi trả phải gắn chặt với tiêu chí về hiệu quả sản xuất kinh doanh, thành quả của công ty. Một trong những hướng hoàn thiện cơ chế trả lương thưởng là gắn tiền lương với kết quả sản xuất kinh doanh. Khi doanh nghiệp làm ăn tốt, lợi nhuận cao, người quản lý, điều hành được trả lương cao. Qua kết quả điều tra nghiên cứu ở trên, nhận thấy mặc dù tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư (hay vốn chủ sở hữu) đã và đang được sử dụng thống nhất là thước đo cho hiệu quả sản xuất kinh doanh cũng như đang được sử dụng làm tiêu chí để xác định mức lương thưởng chi trả cho nhà quản lý. Song, tiêu chí này không phải lúc nào cũng phù hợp và phản ánh chính xác tình hình hiệu quả hoạt động của công ty. Có những giai đoạn, doanh nghiệp cần chấp nhận lợi nhuận vừa phải để “nuôi” nguồn thu cho giai đoạn tiếp theo hoặc những giai đoạn cần đẩy mạnh các chi phí liên quan đến nghiên cứu phát triển, chi phí thị trường để đón nhận những nguồn thu lớn trong tương lai dài hạn. Sức ép lợi nhuận cũng là lý do khiến người quản lý, điều hành doanh nghiệp chấp nhận rủi ro cao, bất lợi cho chủ sở hữu. Bên cạnh đó, kết quả sản xuất kinh doanh đôi khi cũng không phải hoàn toàn phụ thuộc vào năng lực và nỗ lực của người quản lý, điều hành mà nó còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác như thị trường hay chu kỳ kinh doanh. Khi thị trường thuận lợi, một doanh nghiệp vẫn có thể lãi lớn mặc dù được điều hành bởi một giám đốc kém. Ngược lại, một doanh nghiệp có giám đốc giỏi và nỗ lực đến đâu vẫn có thể thua lỗ trong điều kiện thị trường nhiều biến động.

- *Thứ ba*, ngoài các tiêu chí đánh giá hiệu quả công ty dựa trên số liệu tài chính kế toán mang tính chủ quan (Subjective measures) như tỷ suất lợi nhuận, cần bổ sung tiêu chí về phát triển dài hạn mang tính khách quan (Objective measures) như nguồn nhân lực, giá trị tăng thêm... Tiêu chí chính để đánh giá kết quả sản xuất kinh doanh của các công ty cổ phần ở Việt Nam hiện nay là tỷ suất lợi nhuận trên vốn và được tính hàng năm. Kết quả khảo sát cũng cho thấy nhà quản lý, điều hành các công ty cổ phần ở Việt Nam hiện nay thường được bổ nhiệm trong thời hạn tương đối ngắn nên có thể dẫn đến tình trạng các công ty ít đầu tư hoặc sử dụng quá mức những nguồn lực hiện có để đạt mục tiêu tài chính ngắn hạn. Đây chính là một biểu hiện của “bệnh nhiệm kỳ”, có hại cho sự phát triển lâu dài, bền vững của doanh nghiệp. Ngoài ra, người quản lý còn có thể “xào nấu” số liệu để đưa ra một báo cáo tài chính đẹp, làm “bàn đạp” trước khi họ ra đi.

4.2.3. Cơ cấu lại các thành phần trong chính sách chi trả cho nhà quản lý

Kết quả nghiên cứu đã phản ánh mô hình chi trả cho nhà quản lý điều hành được xây dựng để thúc đẩy chức năng giám sát hiệu quả của HĐQT nhằm gia tăng lợi ích cho cổ đông. Kết quả này hàm ý, các công ty niêm yết khi đứng trước quyết định lựa chọn cấu trúc cũng như chính sách chi trả cho nhà quản lý điều hành cần xem xét, đánh giá, tổng hòa các “chi phí và lợi ích” của từng đặc điểm công ty như quy mô công ty, tăng trưởng và hiệu quả công ty và các công cụ quản lý giám sát của HĐQT.

Một cách thức thường được các công ty cổ phần Việt Nam áp dụng nhưng bị xem là một chính sách chi trả tồi là việc sử dụng mức chi trả cho các nhà quản lý của các công ty khác làm thước đo, thay vì tính toán dựa trên hiệu quả hoạt động thực tế của công ty. Một chính sách chi trả tồi khác là việc cho phép định giá lại các quyền chọn, nó cho phép các nhà điều hành công ty được bù các khoản lỗ khi giá chứng khoán đi xuống. Theo chuẩn mực quản trị thực hành, các khoản lương cơ bản và phụ cấp nên là một phần nhỏ trong tổng tiền chi trả. Tiền thưởng, quyền chọn cổ phiếu và một số lượng hạn chế cổ phiếu thưởng khi kết quả kinh doanh của công ty vượt mục tiêu đề ra cần chiếm ưu thế trong cơ cấu chi trả của những người quản lý điều hành cao cấp.

4.2.4. Nâng cao vai trò của Ban kiểm soát và Kiểm toán nội bộ

Hội đồng quản trị và các nhà quản lý điều hành là người thực tế điều hành các hoạt động kinh doanh hàng ngày của công ty. Trong khi đó, Ban kiểm soát và kiểm toán nội bộ đóng vai trò là cơ quan chuyên trách giám sát và đánh giá hoạt động của HĐQT và những nhà quản lý điều hành vì lợi ích của các cổ đông trong công ty. Để nâng cao hiệu quả các chính sách chi trả cho nhà quản lý, bảo vệ lợi ích của cổ đông, cần phải có những giải pháp cụ thể như sau:

- Ban kiểm soát có thể giám sát HĐQT và Ban điều hành do vậy cần có sự độc lập của Ban kiểm soát. Sự độc lập này cần được thể hiện trong việc thành lập và hoạt động của Ban kiểm soát. Thông qua việc thực hiện chức năng của mình, Ban kiểm soát sẽ đảm bảo rằng các quyết định của HĐQT trong việc thực hiện chi trả cho các nhà quản lý là đúng quy trình, đúng với những giá trị mà nhà quản lý tạo ra cho công ty.

- Ban kiểm soát phải kiểm soát toàn bộ hệ thống tài chính và thực hiện các quy chế của công ty: Kiểm tra tính hợp lý, hợp pháp, tính trung thực và mức độ cần trọng trong quản lý, điều hành hoạt động kinh doanh, thống kê và lập báo cáo tài chính. Vì đây chính là căn cứ để tính toán các khoản chi trả đãi ngộ đối với các nhà quản lý của CTCP.

- Kiểm toán nội bộ có vai trò quan trọng trong công tác quản trị công ty, giải quyết các xung đột về lợi ích giữa nhà quản lý điều hành với HĐQT và các cổ đông. Thông qua kiểm toán nội bộ, HĐQT có thể kiểm soát rủi ro và đánh giá đúng hiệu suất làm việc của nhà quản lý là cơ sở để xây dựng chính sách chi trả. Kiểm toán nội bộ góp phần ngăn chặn các hành vi gian lận trục lợi của các nhà quản lý thông qua việc kiểm soát thay đổi số liệu kế toán vì mục đích tư lợi các nhân của các nhà quản lý điều hành. Vì vậy, kiểm toán nội bộ đóng vai trò quan trọng trong sự phát triển của công ty.

4.2.5. Nâng cao tính độc lập của thành viên HĐQT trong việc kiểm soát chi trả cho nhà quản lý điều hành

Như đã đề cập ở trên, thành viên HĐQT độc lập chưa được chú trọng trong các quy định luật pháp Việt Nam cũng như trong thực tiễn hoạt động quản trị công ty của các doanh nghiệp. Do đó, chưa có một đánh giá thấu đáo về tính độc lập của thành viên HĐQT. Việc hiểu biết về khái niệm các thành viên “độc lập” và vai trò của họ trong HĐQT với tư cách là đối trọng của các cổ đông nắm quyền kiểm soát chưa được hiểu một cách rõ ràng. Theo thông lệ tốt nhất dựa trên bài học từ kinh nghiệm quốc tế, để đảm bảo tính chất “độc lập” đòi hỏi phải có một tỷ lệ nhất định các thành viên HĐQT, thông thường là 1/3 trở lên số lượng thành viên HĐQT phải “độc lập”, nghĩa là thành viên đó có năng lực trong việc đánh giá rõ ràng và khách quan tại mọi thời điểm. Để độc lập, thành viên này không được là cổ đông chính hoặc cổ đông nắm quyền kiểm soát của công ty, hay không có mối quan hệ thân thiết với những cổ đông như vậy; không làm việc cho công ty trong vòng 5 năm trở lại đây; không liên quan đến công ty hay tư vấn của công ty, các bên có liên quan hoặc là một nhà cung ứng cho công ty; không phải là kiểm toán độc lập của công ty trong 5 năm trở lại đây. Còn có nhiều tiêu chí về tính độc lập, nhưng đây chỉ là các tiêu chí tiêu biểu. Là thành viên không điều hành của HĐQT không nhất thiết có nghĩa là thành viên độc lập.

Do đó, cơ quan quản lý cần đưa ra định nghĩa thành viên “độc lập”, phân biệt họ với các thành viên không điều hành, tăng cường vai trò của lợi ích của thành viên độc lập và yêu cầu tỷ lệ % thành viên độc lập của HĐQT, thông thường bằng 1/3 quy mô HĐQT. Ngoài ra, các cơ quan quản lý cần yêu cầu chứng thực của các công ty kiểm toán về tính độc lập và tăng cường vai trò của các kiểm toán viên.

Bên cạnh đó, cũng cần nâng cao hoạt động đánh giá của tất cả các thành viên HĐQT đối với nhà quản lý điều hành. Việc tự đánh giá nên tập trung vào các khía cạnh như hoạt động hay những yêu cầu trong tương lai.

Mức độ thường xuyên trong các cuộc họp riêng của các thành viên độc lập cũng có tác động tích cực đến kiểm soát thực hiện chính sách chi trả cho nhà quản lý. Chuẩn mực quản trị thực hành yêu cầu các thành viên độc lập trong HĐQT phải

hợp với nhau tối thiểu là hàng năm, tốt nhất là hàng quý trong các phiên họp riêng biệt mà không có sự tham gia của ban điều hành. Những phiên họp như vậy cho phép các thành viên độc lập có thể thảo luận cởi mở hơn về các vấn đề như chính sách, quản trị hay thù lao nhà quản lý điều hành, mà không sợ sự chi phối của ban điều hành công ty.

4.2.6. Đối với các công ty cổ phần có vốn nhà nước chi phối, chính sách chi trả cho nhà quản lý cần được “cá thể hóa”.

Chính sách chi trả cho đội ngũ quản lý điều hành cũng cần từng bước được “cá thể hóa” cho phù hợp với tính chất cạnh tranh trên thị trường. Tức là, cần xây dựng các chính sách chi trả riêng cho từng DN (hoặc từng nhóm DN) thay vì đưa ra một quy định thống nhất về chi trả lương thưởng đối với các nhà quản lý cho tất cả các loại hình công ty cổ phần có vốn nhà nước chi phối. Cần loại bỏ chính sách chế độ lương theo ngạch bậc và có tính chất “cào bằng” bởi sẽ hạn chế và không khuyến khích nhà quản lý điều hành làm gia tăng giá trị công ty. Điều này dẫn đến các hệ lụy như: sức cạnh tranh DN giảm sút; công ăn việc làm suy giảm; nguy cơ tụt hậu. Áp dụng có mô hình chi trả tiên tiến như các DN khu vực tư nhân. Khi các nhà quản lý hoàn thành xuất sắc công việc cần được tôn vinh và thực hiện chi trả một cách xứng đáng với những nỗ lực họ đóng góp, ngược lại khi không hoàn thành nhiệm vụ cần xử lý một cách kịp thời cắt giảm lương thưởng thậm chí có thể truy thu tiền thưởng khi hoạt động của công ty thua lỗ liên tục.

Đồng thời, chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP Nhà nước cũng cần loại bỏ “tính chất” nhiệm kỳ, mà cần bổ sung các khoản chi trả hoãn lại trong tương lai cho các nhà quản lý khi họ về hưu hoặc chuyển công tác. Nếu các quyết định do nhà quản lý đưa ra trong quá khứ mà gây ra hậu quả xấu đối với công ty trong tương lai thì ngay tức khắc các khoản chi trả này sẽ bị thu hồi và không được thực hiện.

4.3. Một số khuyến nghị

Dựa trên những kết quả nghiên cứu được tìm thấy, cũng như để thực hiện được thành công các nhóm giải pháp nói trên, luận án cũng đưa ra những hàm ý và kiến nghị chính sách cho các nhà đầu tư với tư cách là cổ đông (đại diện là Hội đồng quản trị) và cho cơ quan quản lý như sau:

4.3.1. Khuyến nghị với Chính Phủ

* Thứ nhất, Có thể cân nhắc ban hành quy định về tỷ lệ chênh lệch chi trả giữa các nhà quản lý với những người nhân viên lao động điển hình nhất (có thể là người làm việc lâu nhất tại công ty) và khuyến khích các công ty không nên vượt qua. Đồng thời, có thể đưa ra các chế tài quy định về thuế thu nhập doanh nghiệp

như bác bỏ các khoản chi phí quản lý được khấu trừ thuế thu nhập doanh nghiệp đối với các khoản chi trả quá mức cho các nhà quản lý.

* Thứ hai, giảm tỷ lệ vốn góp của nhà nước trong các Công ty cổ phần có số vốn nhà nước chiếm tỷ trọng cao, thông qua thúc đẩy quá trình thoái vốn ở các công ty.

* Thứ ba, Các quy định pháp luật hiện hành về tiền lương, thưởng, thù lao đối với các nhà quản lý của các Công ty cổ phần có vốn góp Nhà nước chi phối (như Nghị định 53/2016/NĐ-CP ban hành 13/6/2016 của Chính Phủ và Thông tư 28/2016/TT-BLĐTBXH của Bộ Lao Động Thương Binh Xã hội) cần phải điều chỉnh theo hướng phù hợp hơn với thực tiễn hoạt động của từng doanh nghiệp. Cụ thể:

- Có thể xem xét đánh giá kết quả sản xuất kinh doanh một cách tương đối, chứ không phải tuyệt đối theo lợi nhuận kế hoạch hoặc tỷ suất lợi nhuận trên vốn như quy định hiện nay. Kết quả sản xuất kinh doanh có thể được đánh giá trong tương quan với các công ty cổ phần khác trong cùng ngành hoặc so sánh mức tăng giá cổ phiếu của công ty so với mức tăng giá cổ phiếu bình quân của các công ty khác trong cùng ngành.

- Ngoài tỷ suất lợi nhuận và lợi nhuận vượt kế hoạch, cần bổ sung các tiêu chí về phát triển dài hạn khi đánh giá thành quả hoạt động của các công ty cổ phần nhà nước. Tiêu chí chính để đánh giá kết quả sản xuất kinh doanh của các công ty cổ phần vốn góp nhà nước chi phối hiện nay là tỷ suất lợi nhuận trên vốn và được tính hàng năm. Do nhà quản lý điều hành hiện nay được bổ nhiệm có thời hạn nên có thể dẫn đến tình trạng DNNN ít đầu tư hoặc sử dụng quá mức những nguồn lực hiện có để đạt mục tiêu tài chính ngắn hạn. Đây chính là một biểu hiện của “bệnh nhiệm kỳ”, có hại cho sự phát triển lâu dài, bền vững của doanh nghiệp. Ngoài ra, người quản lý còn có thể “xào nấu” số liệu để đưa ra một báo cáo tài chính đẹp, làm “bàn đạp” trước khi họ ra đi.

* Thứ tư, đổi mới cơ chế trả lương phải đi đôi với đổi mới cơ chế quản lý con người. Mức lương hấp dẫn chỉ là một điều kiện để có được nhân sự điều hành giỏi. Tăng lương, thay đổi cách thức trả lương cần đi đôi với thay đổi cách thức quản lý và sử dụng nhân sự điều hành. Đồng thời, tăng cường trách nhiệm cá nhân của các nhà quản lý chủ chốt. Khi các cá nhân nhà quản lý chủ chốt chịu trách nhiệm, áp lực đối với họ cũng cao hơn nên cần có các khoản chi trả bổ sung bù đắp bằng thưởng cổ phiếu hoặc tiền mặt theo kết quả sản xuất kinh doanh. Ngược lại, khi không hoàn thành trách nhiệm, các nhà quản lý này cũng sẽ bị cơ chế thu hồi các khoản tiền thưởng trước đó.

4.3.2. Khuyến nghị với Ủy ban chứng khoán Nhà nước và Sở giao dịch

* *Thứ nhất*, Yêu cầu về công bố minh bạch hơn thông tin về chính sách chi trả cho nhà quản lý.

Trong quá trình thu thập số liệu, nghiên cứu nhận thấy công tác quản lý các công ty niêm yết là một vấn đề đáng quan tâm. Cụ thể, thông tin của nhiều công ty không được công bố đầy đủ làm ảnh hưởng nghiêm trọng đến các cổ đông hiện hữu và các nhà đầu tư bởi họ thiếu thông tin để đưa ra các quyết định hợp lý. Ngoài ra, minh bạch công bố thông tin cũng chính là gia tăng cơ chế giám sát từ bên ngoài. Các công ty cổ phần phải được hoạt động trong một thị trường chứng khoán minh bạch và không có những biến động bất thường gây ảnh hưởng xấu đến tâm lý của các nhà đầu tư. Do đó, nghiên cứu khuyến nghị các nhà hoạch định chính sách cần gia tăng các biện pháp chế tài mạnh, mang tính răn đe cần thiết đối với các công ty không thực hiện công bố thông tin đầy đủ và có dấu hiệu thiếu minh bạch. Cụ thể:

Yêu cầu các công ty cổ phần công bố mức chi trả bằng tiền cho tất cả các hình thức chi trả và các nguồn hình thành dùng để chi trả đối với riêng các nhà quản lý của công ty. Tất cả các thông tin này cần được đưa vào trong một mẫu kê khai chung thống nhất do UBCKNN xây dựng ban hành nhằm chấm dứt tình trạng che giấu thông tin về tình hình chi trả đãi ngộ cho nhóm các nhà quản lý.

Ngoài ra, yêu cầu HĐQT các công ty cổ phần cung cấp thông tin đầy đủ về chính sách chi trả cho nhà quản lý (các công thức mô hình thực hiện chi trả) cho các nhà đầu tư, các cổ đông.

* *Thứ hai*, Tăng cường công tác đào tạo, nâng cao chất lượng quản trị công ty cho các nhà quản trị, nhà quản lý của công ty cổ phần.

Chất lượng quản trị công ty có quan hệ chặt chẽ với sự phát triển bền vững của Công ty. Nhiều công ty chỉ tập trung vào mục đích ngắn hạn, chưa xem xét việc áp dụng các thông lệ tốt về quản trị công ty như các nguyên tắc trong quản trị công ty của Tổ chức Hợp tác và Phát triển kinh tế (OECD) hay các quy định trong Luật Doanh Nghiệp Việt Nam 2015.

Để tiếp tục tăng cường hiểu biết, nâng cao năng lực quản trị công ty, các Sở GDCK cần phải tiếp nối các chương trình đào tạo dành cho các CTCP niêm yết, cho các cán bộ chủ chốt của công ty. Khi các công ty có chất lượng quản trị công ty tốt, trách nhiệm HĐQT rõ ràng hơn trong việc đánh giá hiệu suất làm việc của nhà quản lý và xây dựng chính sách chi trả đãi ngộ phù hợp.

* *Thứ ba*, giảm dần và tiến tới bãi bỏ thực tiễn của việc một cá nhân vừa đóng vai trò là chủ tịch HĐQT vừa đóng vai trò là giám đốc điều hành ở các công ty niêm

yết có quy mô vừa và lớn trên TTCK Việt Nam. Kèm theo đó, là nâng cao vai trò của các thành viên HĐQT độc lập để giám sát các hoạt động của nhà quản lý điều hành.

4.3.2. Khuyến nghị với các cổ đông, Hội đồng quản trị:

Tối đa hóa giá trị thị trường hay gia tăng hiệu quả hoạt động của công ty chính là mong muốn của các cổ đông, của HĐQT. Hiệu quả công ty gia tăng đồng nghĩa với việc gia tăng của cải của các cổ đông. Để đạt được lợi ích như kỳ vọng thì trước hết phải giảm thiểu vấn đề đại diện thông qua việc thống nhất lợi ích của các cổ đông với lợi ích của các nhà quản lý, do vậy công ty cần phải thuê được các nhà quản lý thật sự có năng lực và kinh nghiệm thương trường đủ tốt. Dựa trên, vấn đề đại diện, giải pháp tối ưu để phát huy tối đa các ưu điểm của các nhà quản lý giỏi là cần có các chính sách chi trả gắn liền lợi ích của nhà quản lý với lợi ích của công ty.

- *Một là, Thiết lập và nâng cao hiệu quả hoạt động của các tiểu ban tiêu chuẩn tuyển dụng và chi trả thù lao:* Qua khảo sát thực tế tại các công ty niêm yết tại Việt Nam cho thấy số lượng công ty có tồn tại các tiểu ban này còn hạn chế, trong khi đó vai trò của các tiểu ban này là thiết lập các tiêu chuẩn đối với các ứng viên cho vị trí quản lý chủ chốt trong ban điều hành, cũng như các vị trí điều hành cấp cao. Theo chuẩn mực quản trị thực hành, ban này chỉ nên gồm các giám đốc độc lập. Đồng thời, để đạt được lợi ích như kỳ vọng thì doanh nghiệp cần phải tuyển dụng được nhà quản lý thật sự có năng lực và kinh nghiệm. Do vậy, khi doanh nghiệp đạt được các mục tiêu đặt ra trong ngắn hạn và dài hạn, tiểu ban thù lao cần phải có những chính sách chi trả phù hợp với những nỗ lực của nhà quản lý.

- *Hai là, Đổi mới chất lượng báo cáo về chính sách quản trị:* Báo cáo này cung cấp cho cổ đông thông tin về các chính sách quản trị của công ty và cách thức thay đổi những chính sách đó. Về tổng thể, chuẩn mực ủng hộ cho quan điểm là công bố thông tin càng nhiều càng tốt. Công ty nên cung cấp thông tin về cơ cấu tổ chức, chiến lược, các giao dịch nội bộ, chính sách chi trả lương, thù lao và những thay đổi trong cơ cấu quản lý công ty.

- *Ba là, Tăng cường minh bạch các giao dịch nội bộ và với các bên liên quan:* Chuẩn mực quản trị thực hành khuyến khích rằng, bất kỳ một giao dịch nội bộ nào (giao dịch với bên liên quan) cũng phải được ban giám đốc thông qua.

- *Bốn là, Thường xuyên tiếp nhận các phản hồi ý kiến cổ đông:* Những phản hồi của ban điều hành đối với ý kiến cổ đông là một dấu hiệu đánh giá việc nghiêm túc thực thi trách nhiệm của ban điều hành. Nếu một vấn đề quan trọng, chẳng hạn như vấn đề lương và thù lao, sáp nhập, hay một vấn đề nào đó về quản trị được đưa ra lấy ý kiến cổ đông qua phiếu bầu, mà ban điều hành lờ đi kết quả kiểm phiếu, thì đó là dấu hiệu cho thấy ban điều hành đã không tuân thủ ý kiến của cổ đông cũng như lợi ích của họ.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 4

Chương 4 trình bày quan điểm của tác giả khi xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý và những nguyên tắc các CTCP nói chung và CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam cần phải tuân thủ khi xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý của công ty. Từ việc nghiên cứu phân tích các quan điểm và nguyên tắc trong xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý, kết hợp với các kết luận rút ra qua nghiên cứu thực trạng ở chương 3, tác giả luận án đề xuất các nhóm giải pháp đối với các công ty cổ phần ở Việt Nam nhằm hoàn thiện hơn nữa việc xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý trong thời gian tới. Đứng trên góc độ là nhà nghiên cứu độc lập, tác giả cũng đưa ra các khuyến nghị đối với UBCKNN và Chính Phủ trong việc tạo điều kiện hỗ trợ các CTCP niêm yết xây dựng hoàn thiện chính sách chi trả cho nhà quản lý.

KẾT LUẬN

Từ khi mở cửa nền kinh tế đến nay, các CTCP ở Việt Nam đã có sự phát triển mạnh mẽ cả về chiều rộng và chiều sâu. Số lượng và quy mô các doanh nghiệp cổ phần đã đang tăng lên một cách mạnh mẽ sau gần 30 năm mở cửa nền kinh tế. Các CTCP ở Việt Nam đã đóng vai trò quan trọng trong sự nghiệp đổi công nghiệp hóa hiện đại hóa nền kinh tế, thu hút nhiều lao động và đóng góp lớn vào tăng trưởng GDP. Hơn thế nữa, sự phát triển của các CTCP ở Việt Nam đặc biệt là các CTCP niêm yết cũng có tác động to lớn đến sự phát triển bền vững của nền kinh tế thị trường, góp phần tích cực vào sự phát triển của TTCK Việt Nam. Trong sự nghiệp đó, không thể không nhắc đến vai trò của các nhà quản lý điều hành các CTCP. Chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP là công cụ quan trọng tác động đến hiệu suất làm việc giúp các nhà quản lý nỗ lực vì sự phát triển của công ty trong cả ngắn hạn và dài hạn.

Những đóng góp mới về mặt học thuật và lý luận của Luận án:

Luận án đã tổng hợp và phân tích các lý thuyết về đại diện để làm rõ hơn xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và chủ sở hữu, từ đó làm nổi bật sự cần thiết phải hoàn thiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP.

Luận án đã hệ thống hóa và xác lập khung lý thuyết về chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP như: (i) Vai trò, bản chất của chính sách chi trả cho nhà quản lý; (ii) Các bộ phận cấu thành hệ thống chính sách chi trả cho nhà quản lý; (iii) Các mô hình chính sách chi trả nhà quản lý của CTCP; (iv) Các yếu tố chủ yếu tác động đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của CTCP.

Luận án đã đúc rút được 04 bài học trong xây dựng và thực hiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam từ kinh nghiệm của các CTCP ở một số quốc gia trên thế giới.

Những đóng góp về thực tiễn của Luận án:

Luận án đã phân tích khảo sát chi tiết thực trạng chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2017. Đồng thời, Luận án đã xây dựng, kiểm định và điều chỉnh mô hình nghiên cứu về các yếu tố chủ yếu tác động đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011 – 2017. Kết hợp với nghiên cứu tình huống thực hiện chính sách chi trả cho nhà quản lý chủ chốt trong ban điều hành của CTCP FPT và thực hiện phỏng vấn sâu chuyên gia về chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam. Từ đó, đưa ra được những kết luận đánh giá xác đáng về: (i) Sự tác động của các yếu tố đầu vào đến chính sách chi

trả cho nhà quản lý của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn 2011 – 2017; (ii) Đánh giá về những thành công, những hạn chế và nguyên nhân tạo cơ sở thực tiễn quan trọng để đề xuất giải pháp hoàn thiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP Việt Nam.

Những đề xuất mới về giải pháp và kiến nghị

Trên cơ sở xác định rõ 4 mục tiêu và 4 nguyên tắc khi xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý của CTCP, luận án đã đề xuất một số nhóm giải pháp chủ yếu nhằm hoàn thiện chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam đến năm 2025, bao gồm: (i) Luận án đã đề xuất việc áp dụng các mô hình chi trả tiên tiến trên thế giới cho các CTCP ở Việt Nam trong việc xây dựng hệ thống chính sách chi trả cho nhà quản lý như mô hình chi trả dựa trên giá trị kinh tế gia tăng - EVA và mô hình chi trả ESOP dựa trên việc gia tăng giá trị doanh nghiệp; (ii) Sử dụng linh hoạt các tiêu chí ngắn hạn và dài hạn đo lường hiệu suất làm việc của nhà quản lý làm căn cứ xây dựng chính sách chi trả; (iii) Nâng cao tính độc lập của thành viên HĐQT trong việc kiểm soát chi trả cho nhà quản lý điều hành; và (iv) Nâng cao vai trò của Ban kiểm soát và Kiểm toán nội bộ.

Mặc dù các kết quả nghiên cứu của luận án cho thấy nhiều phát hiện, tác giả cũng đã có nhiều cố gắng, song luận án khó có thể tránh khỏi những thiếu sót. Rất mong sự đóng góp của các nhà thầy cô, các nhà khoa học để luận án được hoàn thiện hơn.

Xin trân trọng cảm ơn!

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI CỦA LUẬN ÁN

1. Vũ Xuân Thủy (2018), “*Tác động của cấu trúc sở hữu đến thù lao ban điều hành của công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*”, Tạp chí Khoa học Thương Mại, số 124/2018
2. Vũ Xuân Thủy (2018), “*Factors affecting income of Board of Executive: Evidence from listed companies on Ho Chi Minh City Stock Exchange*”, Journal of Trade Science, April - 2018
3. Vũ Xuân Thủy (2018), “*Các yếu tố tác động đến thu nhập ban điều hành: bằng chứng từ các công ty niêm yết trên sàn HOSE*”, Tạp chí Khoa học Thương Mại, số 113/2018
4. Vũ Xuân Thủy (2017), “*Những hình thức chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần: Kinh nghiệm quốc tế và thực tiễn tại Việt Nam*”, Hội thảo khoa học Quốc tế chủ đề: “*Phát triển kinh tế trong tiến trình hội nhập*”.
5. Vũ Xuân Thủy (2014), “*Xây dựng hệ thống chi trả cho các nhà quản lý nhằm nâng cao giá trị các công ty cổ phần ở nước ta hiện nay*”, Hội thảo khoa học Quốc tế trường Đại học Thương mại, Chủ đề: “*Hội nhập quốc tế: Thành tựu và những vấn đề đặt ra*”.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

(i) Tiếng Việt

1. Bùi Xuân Chung (2009), “Thù lao ban điều hành và sự phát triển của tập đoàn kinh tế”, Tạp chí công nghệ thông tin và truyền thông, Số 5.
2. Hà Thị Thu Hằng (2007), “Kiểm soát và quản lý hiệu quả chi phí đại diện trong công ty cổ phần”, Luận văn thạc sĩ kinh tế.
3. Harold Koonzt, Cyril Odonnell, Heinz Weihrich (1998), Những vấn đề cốt yếu của quản lý, NXB khoa học kỹ thuật, Hà Nội.
4. Henri Fayol (1949) “Quản lý công nghiệp và tổng quát” (Administration industrielle et générale).
5. Hoàng Văn Hải, Nguyễn Anh Tuấn và Nguyễn Phương Mai (2011), “Đổi mới chính sách đãi ngộ nhân sự của các doanh nghiệp thời kỳ hậu gia nhập WTO”, VNU Journal of Science: Economics and Business, [S.l.], v. 27, n. 3, sep. 2011
6. Lê Quân, Nguyễn Quốc Khánh (2012), “Đánh giá năng lực giám đốc điều hành doanh nghiệp nhỏ Việt Nam qua mô hình ASK”, Tạp chí Khoa học Đại học Quốc Gia Hà Nội, chuyên san Kinh tế và Kinh doanh, số 28, 29-35tr.
7. Lê Quân và cộng sự (2015), Lãnh đạo Doanh Nghiệp Việt Nam, NXB Đại học Quốc Gia Hà Nội.
8. Trần Xuân Cầu và Mai Quốc Chánh (2009), Giáo Trình Kinh Tế Nguồn Nhân Lực, NXB Đại Học Kinh Tế Quốc Dân.
9. Ngô Quý Nhâm (2014), “Những yêu cầu về năng lực lãnh đạo đối với giám đốc điều hành ở Việt Nam”, Tạp chí Kinh tế Đối ngoại, số 66.
10. Nguyễn Kim Dung. “Một số ý kiến đóng góp nhằm cải tiến chất lượng công tác kiểm tra, đánh giá kết quả học tập ở bậc phổ thông”. Trường Đại học Sư phạm Tp. Hồ Chí Minh.
11. Nguyễn Văn Thanh (2005), “Hệ thống thanh toán khuyến khích các nhà quản trị ở các công ty cổ phần”, Tạp chí khoa học Thương Mại, số 12. 46 – 49tr.
12. Nguyễn Thị Hồng Bích (2005), “Xây dựng mô hình EVA cho các doanh nghiệp Việt Nam”, Luận văn thạc sĩ kinh tế.
13. Nguyễn Ngọc Thanh (2010), “Vấn đề chủ sở hữu và người đại diện – Một số gợi ý về chính sách cho Việt Nam”, Tạp chí Khoa học ĐHQGHN, chuyên san Kinh tế và Kinh doanh số 26, tr30-36.
14. Nguyễn Quốc Chí - Nguyễn Thị Mỹ Lộc (2010), Đại cương khoa học quản lý, NXB ĐHQG, Hà Nội.
15. Nguyễn Vân Điềm và Nguyễn Ngọc Quân (2014), Giáo trình Quản trị nhân lực. Hà Nội: Nxb Đại học Kinh tế Quốc dân.
16. Paul Hersey – Ken Blanc Heard (1995), Quản lý nguồn nhân lực, Sách tham khảo, NXB chính trị quốc gia Hà Nội.

17. Phạm Trí Hùng, Nguyễn Trung Thắng (2012), CEO và Hội đồng quản trị, Nhà xuất bản Lao động – Xã hội.
18. Thân Thị Thu Thủy và Lê Văn Lâm, Nguyễn Trung Thông (2014), “Nghiên cứu mối tương quan giữa chí phí đại diện và cấu trúc tỷ lệ sở hữu của các công ty cổ phần tại Việt Nam”, Tạp chí Phát triển và Hội nhập, Số 14 (24), tr71-75.
19. Trần Kim Dung (2006), giáo trình QTNNL, NXB thống kê, 2006.
20. Trương Thị Phương Hiền (2012), “Năng lực lãnh đạo của CEO Việt Nam”, luận án tiến sỹ kinh tế.
21. Trần Quốc Thành (2002), Khoa học quản lý đại cương — Giáo trình Cao học QLGD, ĐHSP Hà Nội.
22. Trần Kiểm (2004), Khoa học quản lý giáo dục – Một số vấn đề về lý luận và thực tiễn, NXB Giáo dục, TP.HCM.
23. Viện ngôn ngữ học (1994). Từ điển tiếng Việt. Hà Nội: Nhà xuất bản Khoa học Xã hội.
24. Nguyễn Đức Lợi (2008), Giáo trình khoa học quản lý, Học Viện Tài chính, NXB Tài chính.
25. Ngô Tự Nam (2013), Tổng quan về phân tích chính sách, Trung tâm bồi dưỡng đại biểu dân cử.
26. Vũ Cao Đàm (2011), Giáo trình Khoa học Chính sách, NXB Đại học Quốc Gia Hà Nội.
27. Bùi Anh Tuấn (2003), Giáo trình Hành vi tổ chức- TS Bùi Anh Tuấn. Nxb Thống kê
- (ii) **Tiếng Anh:**
28. Alfred Rappaport (2006), “Ten Ways to Creat Shareholder Value”, Harvard business review.
29. Adams R. B. and Ferreira, D. (2009), “Women in the boardroom and their impact on governance and performance”. Journal of Financial Economics, 94(2), 291-309.
30. Alex Edmans, Xavier Gabaix, Tomasz Sadzik, Yuliy Sannikov (2012), “Dynamic CEO Compensation”, The Journal of THE AMERICAN FINANCE ASSOCIATION, Volume 67, Issue 5, Pages 1603–1647.
31. Andreas, J. M., Rapp, M. S. and Wolff, M. (2010), “Determinants of director compensation in two-tier systems: evidence from German panel data”. CEFS working paper series, 06.
32. Anthony R. N and Vijay Govindarajan (2003), Management Control Systems, McGraw Hill.
33. Anthony R. N and Vijay Govindarajan (2003), Management Control Systems,

McGraw Hill.

34. Arellano, M. and Bover, O., 1995. Another look at the instrumental variable estimation of error- components models. *Journal of Econometrics*, 68(1): 29-51.
35. Banker, R.D., Bardhan, I., Cooper, W.W., 1996a. A note on returns to scale in DEA. *European Journal of Operational Research* 88, 583–585.
36. Baber W.R, Janakiraman, Kang (1996), Investment opportunities and structure of executive compensation, *Journal of Accounting and Economics*, pages 297-318.
37. Barak, R., Cohen, S., Lauterbach, B., (2011). The effect of CEO pay on firm valuation in closely held firms. *International Corporate Governance*. 14, 19–42.
38. Berkema, H.G. and Gomez-Mejia, L.R., 1998. Managerial compensation and firm performance: A general research framework, *Academy of Management Journal*, Vol. 41, No.2, 135-145.
39. Belliveau, M. A., O'Reilly, C. A., and Wade, J. B. 1996. Social capital at the top: Effects of social similarity and status on CEO compensation. *Academy of Management Journal*, 39, 1568–1593.
40. Bebchuk, L. A., Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*. 17, 71-92.
41. Bjorklund S, et al. (2001) The yeast mediator. *Mol Cells* 11(2):129-36
42. Bos, D. (1991). *Privatization: a Theoretical Treatment*. Clarendon Press, Oxford.
43. Boyd (1994), "Board control and CEO compensation", *Strategic Management Journal* 15(5):335 - 344 · June 1994
44. Brick, I.E., Palmon, O. and Wald, J.K., 2006. CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403- 423.
45. Bryan, S. H., Hwang, L., Klein, A., Lilien, S.B. (2000), "Compensation of Outside Directors An Empirical Analysis of Economic Determinants". NYU Working Paper, Baruch College.
46. Carola Frydman & Dirk Jenter (2010), "CEO Compensation", *Annual Review of Financial Economics* 2, vol. 2(1), pages 75-102.
47. Conyon, "Executive Compensation in China". Retrieved 29 July 2017.
48. Core.J.E, Larcker.D. (2002). Performance consequences of mandatory increases in executive stock ownership, *Journal of Financial Economics*. 64. 317-340.
49. Dave, R. H. (1975), "Developing and Writing Behavioral Objectives" (R. J. Armstrong, ed.), Tucson, Arizona: Educational Innovators Press.
50. Dhaouadi, K. (2012), "Effect of corporate governance on the top management team compensation". *Journal of Economics and International Finance*, 4(1), 18-29.
51. Harrow, A. (1972), *A Taxonomy of Psychomotor Domain: A Guide for Developing Behavioral Objectives*, New York: David McKay.

52. Hongxia Li và Liming Cui, “Empirical Study of Capital Structure on Agency cost in Chinese Listed Firms”, *Journal Nature and Science*, 2003
53. Eisenberg, T., Sundgren, S., and Wells, M. (1998), “Larger board size and decreasing firm value in small firms”. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35-54.
54. Finkelstein, S. and Boyd, B.K. (1998). How Much Does the CEO Matter? The Role of Managerial Discretion in the Setting of CEO Compensation. *The Academy of Management Journal*, 41(2), 179-199.
55. Fama, E. F. and Jensen, M. (1983), “Separation of Ownership and Control”. *Journal of Law and Economics*, 15(2), 301-325.
56. Ferri and Meber (2009), “Say on pay vote and CEO compensation: Evidence from the UK”, *Havard business Review* 2009.
57. Frederick Winslow Taylor (1911). “Những nguyên lý quản lý theo khoa học” (Principles of scientific management)
58. Gaver (1993), Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies, *Journal of Accounting and Economics* 16, 125-160.
59. George-Levi Gayle, Chen Li, and Robert A. Miller (2018), How Well Does Agency Theory Explain Executive Compensation?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Third Quarter 2018, 100(3), pp. 201-36
60. Ginglinger E., L'Her JF. (2006). Ownership structure and open market stock repurchases in France. *The European Journal of Finance*, 12, 77-94.
61. Haid, A., Yurtoglu, B. (2006). Ownership structure and executive compensation in Germany. Available at SSRN.
62. Hempel, P. and Fay, C. (1994), “Outside director compensation and firm performance”. *Human Resource Management*, 33(1), 111-133.
63. Henry Mintzberg (1 January 1973). *The Nature of Managerial Work*. Harper & Row.
64. Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S. (1998), “Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO”. *American Economic Review*, 88, 96-118.
65. Hongxia Li & Liming Cui (2003), Empirical Study of Capital Structure on Agency Costs in Chinese Listed Firms, *Nature and Science*, 1(1), 2003.
66. Jackson, S. (1992), “Consequences of group composition for the interpersonal dynamics of strategic issue processing”. *Advances in Strategic Management*, 8, 345-382.
67. James Anderson, *Public Policy Analysis-An Introduce*, Prentice Hall, 2003.
68. Johnson, B. 1982. Executive compensation, size, profit and cost in the electric utility industry. Unpublished doctoral dissertation. Florida State University.

69. Jensen, C M and Meckling, H William (1976), „Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure“, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3.
70. Jansen, Merchant and Wim A. Van der Stede, National differences in incentive compensation practices: The differing roles of financial performance measurement in the United States and the Netherlands, *Accounting, Organizations and Society* 34 (1) (2008), pp 58-84
71. Jensen, M and K. Murphy (1990), Performance pay and top-management incentives, *Journal of Political Economy* 98 225-264
72. Joesoo Kim (2012), Endogenous leadership in incentive contracts, *Journal of Economic Behavior and Organization* 82, 256-266.
73. Juie Ann Elston, Lawrence G. Goldberg (2001), Executive Copensation and Agency Costs in Germany, Financial Management Association meetings in Edinburgh Scotland.
74. Lambert R., Larker D., Weigelt K. (1993). The structure of organizational incentives. *Administrative Sciences Quarterly*. 38, 438-461.
75. Linn, S. and Park, D. (2005), “Outside director compensation policy and the investment opportunity set”. *Journal of Corporate Finanche*, 11(4), 680-715.
76. Lucian Arye Bebchuk & Jesse M. Fried (2003), “Executive Compensation as an Agency Problem”, *Journal of Economic Perspectives – Volume 17, Number 3 – Summer 2003*, Pages 71-92.
77. Lucian Arye Bebchuk & Jesse M. Fried (2004), *Pay Without Performance*.
78. Mak & Li (2001), Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore, *Journal of corporate finance* 7 (2001)
79. Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 38, 163–84.
80. Mtanios R., Paquerot M. (1999). Structure de propriété et sous-performance des firmes : une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché. *Finance Con trôle Stratégie*, 4, 157-179.
81. O’Byrne S., EVA and Market Value, *Journal of Applied Corporate Finance*, Spring 1996.
82. Ozkan (2007), “CEO Compensation and Firm Performance: An Empirical Investigation of UK Panel Data.” in *SSRN Electronic Journal* · January 2007
83. Roussel P., Trepo G. (1999). Performance des grands groupes et stratégies de rétribution des dirigeants. *Cahier de recherche 220, HEC –LIRHE*.
84. Ryan, H. and Wiggins, R. A. (2004), “Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring”. *Journal of Financial Economics*, 73(3), 497-524.

85. Shah, S.Z.A. et al., 2009. Determinants of CEO Compensation. Empirical Evidence from Pakistani Listed Companies. *International Research Journal of Finance and Economics*, 32, 149-159.
86. Shleifer A., Vishny R.W (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*. 94, 461–488.
87. Sloan (1993), Accounting earnings and top executive compensation, *Journal of Accounting and Economics* 16, pages 55-100
88. Stephen A. Ross, Massachusetts Institute of Technology & Randolph W. Westerfield, University of Southern California & Bradford D. Jordan, University of Kentucky – (2010), *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill.
89. S. David Young and Stephen F.O’Byrne, *EVA and Value-Based Management*, McGraw-Hill, 2001.
90. Tosi, H.L. et al., 2000. How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies. *Journal of Management*, 26(2), 301-339.
91. Usman Tariq (2010), “CEO Compensation: Relationship with performance and influence of board of Directors”, Master Thesis in Business Administration (Master of International Management: Thạc sĩ quản lý Quốc tế).
92. *The complete guide to executive compensation*, By Bruce R. Ellig, 2002.
93. Kleinginna, P. R. Jr., & Kleinginna, A. M. (1981). A categorized list of emotion definitions, with suggestions for a consensual definition. *Motivation and Emotion*, 5, 345-379.
94. SEC Delays Guidance on Key Executive Compensation Requirements under Dodd-Frank, Benefits Brief, Groom Law Group (September 13, 2011).
95. Bebchuck and Fried, *Pay without Performance*, 2004, p.9.
96. *Fast Facts: Executive Compensation*, U.S. Securities and Exchange Commission (last accessed May 9, 2017).
97. *Pay Madness At Enron* Dan Ackman, 03.22.2002.
98. More compensation heading to the very top: 1965–2009 Archived November 24, 2011, at the Wayback Machine.. May 16, 2011.
99. Krugman, Paul, *The Conscience of a Liberal*, W. W. Norton & Company, 2007, 143–148.
100. *Executive Compensation*. US Securities and Exchange Commission.
101. *Taxes and executive compensation*, By Steven Balsam, 14 August 2012 Economic Policy Institute.
102. *Executive Compensation* By Susan M. Heathfield, About.com Guide
103. "CEO Compensation,". *Forbes*. 2008-04-23.
104. *Executive Compensation in China: An Overview*". Retrieved 29 July 2017.
105. *IBM Notice of 2015 Annual Meeting and Proxy Statement*

Website:

106. Ban tin – Towers Watson, 2014. Nghiên cứu về quản lý nhân tài và chế độ đãi ngộ, <http://www.towerswatson.com/enVN/Insights/Newsletters/AsiaPacific/vietnam-ban-tin/2014/Vietnam-2014-Global-Talent-Managementand-Rewards-Study>.
107. Đông Dương theo HRM Asia, 2014. Quan điểm mới về chính sách đãi ngộ nhân sự, <http://www.doanhnhansaigon.vn/nhan-su/quan-diem-moi-ve-chinh-sach-dai-ngo-nhan-su/1079378/>.
108. Nhóm tin tức Eduviet, 2014. Quan điểm về chính sách đãi ngộ tại các doanh nghiệp Việt Nam, <http://www.eduviet.vn/index.php/Hoach-dinh-phat-triennhan-su/quan-diem-ve-chinh-sach-dai-ngo-tai-cac-doanh-nghiep-vietnam.html>
109. Trần Kim Dung, 2014. Giải pháp hoàn thiện chính sách lương thưởng cho doanh nghiệp Việt, <http://www.eduviet.vn/index.php/Tien-luong/giai-phaphoan-thien-chinh-sach-luong-thuong-cho-doanh-nghiep-viet.html>.
110. Sở Giao dịch Chứng Khoán Hồ Chí Minh <http://www.hsx.vn>
111. Sở Giao dịch Chứng Khoán Hà Nội <http://www.hnx.vn>
112. https://vi.wikipedia.org/wiki/Công_ty_cổ_phần

Các văn bản pháp luật

113. Luật Doanh nghiệp Việt Nam số 68/2014/QH13 ban hành ngày 26/11/2014
114. Luật Chứng khoán số 70/2006/QH11 ban hành ngày 29/06/2006
115. Nghị định 53/2016/NĐ-CP ban hành 13/6/2016 Quy định về lao động, tiền lương, thù lao, tiền thưởng đối với công ty có cổ phần, vốn góp chi phối của Nhà nước
116. Thông tư 28/2016/TT-BLĐTBXH Hướng dẫn thực hiện quy định về lao động, tiền lương, thù lao, tiền thưởng đối với công ty có cổ phần, vốn góp chi phối của Nhà nước

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Thư phỏng vấn

THƯ PHỎNG VẤN

Tên người phỏng vấn: **Vũ Xuân Thủy**

Nơi công tác: Đại học Thương Mại

Số điện thoại:

Địa chỉ mail: vuthuy2607@gmail.com

Tên đề tài: **”Nghiên cứu chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần ở Việt Nam”**

Thư phỏng vấn gồm 2 phần:

Phần 1: Nội dung liên quan đến đề tài

Phần 2: Xác nhận của người được phỏng

PHẦN 1: NỘI DUNG LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI

Mục đích: Nghiên cứu sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính – phỏng vấn sâu để kiểm tra và sàng lọc các biến của mô hình lý thuyết chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần ở Việt Nam, từ đó đưa ra những nhận định, đánh giá có giá trị về các nội dung trình bày trong luận án. Đánh giá thực trạng vận dụng các mô hình chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần ở Việt Nam và bổ sung cho đề xuất giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả thực hiện các chính sách chi trả cho nhà quản lý của các CTCP ở Việt Nam. Kết quả từ những cuộc phỏng vấn chuyên gia và nhà quản lý thuộc lĩnh vực nghiên cứu bổ sung thông tin đánh giá toàn diện và đầy đủ về thực trạng vận dụng chính sách chi trả cho nhà quản lý và hiệu quả của các chính sách đó ở từng loại hình công ty cổ phần, từ đó làm cơ sở đưa ra các giải pháp nhằm hoàn thiện chính sách chi trả đó.

Đối tượng phỏng vấn: Đối tượng tham gia phỏng vấn là người có kinh nghiệm làm việc trong ngành tài chính doanh nghiệp – quản trị doanh nghiệp, bao gồm: thành viên HĐQT, thành viên ban giám đốc, giám đốc nhân sự, giám đốc tài chính của một số CTCP, cán bộ công tác tại cục Tài chính Doanh nghiệp – Bộ Tài chính, cán bộ công tác tại Phòng công nghiệp và thương mại Việt Nam (VCCI), giảng viên đang giảng dạy chuyên ngành tài chính doanh nghiệp, quản trị doanh nghiệp ở các Trường Đại học ở Việt Nam.

Phương pháp ghi nhận thông tin: Các cuộc phỏng vấn sẽ được ghi âm, đồng thời được ghi chép đầy đủ làm căn cứ để phân tích, đánh giá phục vụ cho mục đích nghiên cứu của đề tài.

Khai thác và sử dụng thông tin: Dữ liệu thông tin từ các cuộc phỏng vấn sau khi được sàng lọc, phân tích, tổng hợp sẽ được sử dụng trong một số nội dung của luận án.

Thời gian phỏng vấn: Từ 60 phút đến 90 phút.

PHẦN 2: XÁC NHẬN CỦA NGƯỜI ĐƯỢC PHỎNG VẤN
NGƯỜI PHỎNG VẤN

Tôi được mời tham gia phỏng vấn sâu trong nghiên cứu với đề tài: “Nghiên cứu chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần ở Việt Nam”. Tôi đã đọc, kiểm tra mục đích của cuộc phỏng vấn, tự nguyện tham gia phỏng vấn và đã được trả lời các câu hỏi phỏng vấn theo hiểu biết của tôi.

Tên của người được phỏng vấn:

Đơn vị công tác:

Ngày phỏng vấn:

Toàn bộ thông tin thu thập từ cuộc phỏng vấn sẽ được sử dụng vào mục đích nghiên cứu, không sử dụng vào bất kể mục đích nào khác và cam kết bảo mật thông tin, danh tính của người được phỏng vấn:

Tên của người phỏng vấn: Vũ Xuân Thủy

Đơn vị công tác: Đại học Thương Mại

Ngày phỏng vấn:

Phụ lục 2: Thông tin về đối tượng phỏng vấn

Tiêu thức	Đơn vị công tác	Vị trí công tác	Đơn vị	Trình độ học vấn	Giới tính
ĐTPV1	Tập đoàn xăng dầu Việt Nam (Mã CK: PLX)	Phó trưởng phòng	CTCP	Thạc sỹ	Nam
ĐTPV2	CTCP FPT (Mã CK: FPT)	Phó trưởng phòng	CTCP	Thạc sỹ	Nữ
ĐTPV3	CTCP Xây dựng FLC Faros (Mã CK: ROS)	Phó Tổng GD	CTCP	Thạc sỹ	Nam
ĐTPV4	CTCP FLC Quy Nhơn Golf & Resort	Phó Tổng GD	CTCP	Thạc sỹ	Nam
ĐTPV5	Khoa Quản trị Nhân lực - Đại học Thương Mại	Giảng viên-Trưởng bộ môn	ĐH	Tiến Sỹ	Nữ
ĐTPV6	Công ty cổ phần Tập đoàn Hawee	Chuyên viên nhân sự	CTCP	Thạc sỹ	Nữ
ĐTPV7	Ngân hàng thương mại cổ phần Sài Gòn – Hà Nội	Phó giám đốc đào tạo nhân lực	NHTM CP	Thạc sỹ	Nữ

Phụ lục 3: Nội dung phỏng vấn

Giới thiệu:

Tôi đang thực hiện đề tài nghiên cứu: **Nghiên cứu chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần ở Việt Nam hiện nay**, có một số nội dung trong nghiên cứu cần được gợi ý và bổ sung từ các chuyên gia để kết quả nghiên cứu có ý nghĩa khoa học hơn.

Cuộc phỏng vấn này chỉ phục vụ cho mục đích nghiên cứu, làm sâu sắc thêm các nhận định, đánh giá về các chính sách chi trả cho nhà quản lý mà các công ty cổ phần ở Việt Nam đang thực hiện, góp phần vào việc thực hiện đãi ngộ một cách hiệu quả các nhà quản lý cấp cao của các công ty đó.

Vì vậy, tôi rất muốn lắng nghe ý kiến của Ông/Bà về một số nội dung sau đây:

Thông tin cá nhân người được phỏng vấn:

Họ và tên:

Tuổi:

Giới tính:

Chức danh quản lý:

Trình độ học vấn:

Thời gian làm việc ở vị trí hiện tại:

PHẦN NỘI DUNG

- 1. Theo Ông/Bà, chính sách chi trả cho nhà quản lý là gì và các bộ phận cấu thành nên hệ thống chi trả cho nhà quản lý chủ chốt của CTCP?***
- 2. Theo Ông/Bà, các yếu tố chủ yếu nào tác động/ảnh hưởng đến chi trả cho nhà quản lý chủ chốt của các CTCP ở Việt Nam nói chung?***
- 3. Theo Ông/Bà, hiện nay những mô hình chính sách chi trả nào đang được các công ty cổ phần ở Việt Nam áp dụng trong việc đãi ngộ nhà quản lý (đặc biệt là nhà quản lý cấp cao như giám đốc – CEO hay các thành viên trong ban điều hành)?***
- 4. Theo Ông/Bà, những thuận lợi và khó khăn khi xây dựng và thực hiện chính sách chi trả cho đối tượng nhà quản lý ở các CTCP ở Việt Nam hiện nay?***

Trân trọng cảm ơn Ông/Bà đã dành thời gian trao đổi, thảo luận về chủ đề nghiên cứu và cung cấp thông tin quý báu!

Phụ lục 4: Kết quả phỏng vấn

Nội dung 1: Quan điểm về chính sách chi trả cho nhà quản lý của CTCP

ĐTPV 1	Ở Việt Nam, thuật ngữ chính sách chi trả còn dùng rất hạn chế, thay vào đó các thuật ngữ thù lao, thu nhập hay đãi ngộ được sử dụng phổ biến hơn, tuy nhiên vẫn chưa có sự thống nhất về cách hiểu. Chính sách chi trả cho nhà quản lý có thể hiểu là tổng thể các khoản lương bổng, gồm lương cơ bản, lương linh hoạt (thưởng đột xuất, phiếu thưởng cho thành tích làm việc ngắn hạn và động viên cho những thành quả chiến lược dài hạn) áp dụng nhằm đãi ngộ nhà quản lý cấp cao của công ty.
ĐTPV 2	Chính sách chi trả, chính sách bồi hoàn cho nhà quản lý là những thuật ngữ chung chỉ các chính sách đãi ngộ cho nhà quản lý. Hiện nay, ở Việt Nam cũng như nhiều Quốc gia trên thế giới, các thuật ngữ này vẫn chưa có sự nhất quán. Về tổng thể, chính sách đãi ngộ cho nhà quản lý bao gồm những khoản đầu tư tài chính và phi tài chính mà công ty thực hiện để thu hút, giữ chân và gắn kết những nhân sự chủ chốt nhằm phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty.
ĐTPV 3	Chính sách đãi ngộ tổng thể bao gồm ba hạng mục: Đãi ngộ cơ bản, khen thưởng theo thành tích và đãi ngộ phát triển nghề nghiệp/môi trường làm việc. Mỗi một công ty có một cách nhìn khác nhau về những hạng mục này trong việc sắp xếp thứ tự ưu tiên để xây dựng một chính sách đãi ngộ cho nhà quản lý.
ĐTPV 4	Chính sách chi trả thực chất là một bộ phận quan trọng của hệ thống chính sách đãi ngộ cho nhà quản lý, bao gồm các khoản chi trả tạo nên dòng thu nhập (lương, thưởng) cho nhà quản lý ở hiện tại và trong tương lai và các khoản chi trả không tạo ra thu nhập nhưng tạo ra các điều kiện sống và làm việc thuận lợi (phương tiện đi lại, bảo hiểm xã hội...) cho nhà quản lý cũng như gia đình họ.
ĐTPV 5	Chính sách chi trả cho nhà quản lý là tập hợp các bộ phận cấu thành nên hệ thống chi trả cho nhà quản lý như tiền lương, tiền thưởng, phụ cấp, cổ phần, phúc lợi... Điểm khác biệt của chính sách chi trả cho nhà quản lý khác với chính sách đãi ngộ là không bao gồm các khoản đãi ngộ phi tài chính như môi trường làm việc hay tạo công việc hấp dẫn.
ĐTPV 6	Chính sách chi trả cho nhà quản lý cũng có thể hiểu là chính sách đãi ngộ cho nhà quản lý. Đây là quá trình công ty, doanh nghiệp quan tâm, chăm sóc đối với cuộc sống vật chất cũng như tinh thần của nhà quản lý, từ đó, khiến họ cảm thấy hứng thú để có thể hoàn thành công việc được giao một cách hiệu quả, bằng 100% năng lực của họ.
ĐTPV 7	Bản chất của chính sách chi trả cho nhà quản lý chính là hệ thống các chính sách liên quan đến chế độ lương, thưởng và phúc lợi cho nhà quản lý. Đó là khoản tiền hoặc vật chất (phần thưởng) bổ sung cho tiền lương nhằm khuyến khích vật chất cho họ trong quá trình làm việc với mục đích thu hút và giữ chân các nhân sự chủ chốt trong công ty.

(Nguồn: Tổng hợp từ dữ liệu ghi âm và ghi chép các ý kiến chuyên gia)

Nội dung 2: Ý kiến về các yếu tố tác động đến chi trả cho nhà quản lý

ĐTPV 1	<p>1. Các yếu tố bên trong công ty, bao gồm:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Đặc điểm công ty: Quy mô công ty, cấu trúc sở hữu vốn và Hiệu quả công ty. - Đặc điểm HĐQT: Sở hữu vốn của HĐQT, Quy mô HĐQT, Trình độ học vấn, quyền kiêm nhiệm và thành viên HĐQT độc lập <p>2. Các yếu tố bên ngoài công ty, bao gồm: Thị trường lao động quản lý, các quy định pháp lý.</p>
ĐTPV 2	<p>Nhà đầu tư có thể quan sát được kết quả công việc của nhà quản lý thông qua một số tiêu chí như lợi nhuận, dòng tiền, giá trị thị trường của doanh nghiệp. Xuất phát từ thực tế đó, một trong những cơ sở để xác định mức thù lao để chi trả cho các nhà quản lý là lợi nhuận hằng năm của doanh nghiệp, dựa trên giả thiết lợi nhuận của doanh nghiệp tỷ lệ thuận với mức độ nỗ lực của nhà quản lý.</p>
ĐTPV 3	<p>Các yếu tố bên ngoài như: Khả năng cung ứng lao động quản lý cấp cao trên thị trường lao động, điều kiện kinh tế xã hội.</p> <p>Các yếu tố thuộc về doanh nghiệp: Chiến lược và chính sách của doanh nghiệp, đặc điểm cơ cấu hoạt động của doanh nghiệp, quy mô doanh nghiệp, khả năng chi trả...</p> <p>Các yếu tố thuộc về nhà quản lý: Thâm niên kinh nghiệm quản lý, mối quan hệ với HĐQT...</p>
ĐTPV 4	<p>1. Nhóm các yếu tố thuộc về bản thân công việc:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Sự phức tạp và khắc nghiệt của lao động quản lý - Yêu cầu về trình độ và kỹ năng được đào tạo của nhà quản lý - Các phẩm chất đòi hỏi đối với nhà quản lý <p>2. Nhóm các yếu tố thuộc về bản thân nhân viên:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Trình độ và kinh nghiệm của nhà quản lý - Mức độ hoàn thành công việc - Thâm niên công tác quản lý - Tiềm năng của nhà quản lý <p>3. Nhóm các yếu tố thuộc về công ty:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Quy mô công ty - Quan điểm của HĐQT - Khả năng tài chính của công ty - Thu nhập trung bình của công ty <p>4. Nhóm các yếu tố thuộc về môi trường bên ngoài:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Tình hình khan hiếm lao động quản lý tài năng trên thị trường - Mức sống trung bình của dân cư

	- Luật pháp
ĐTPV 5	<ul style="list-style-type: none"> - Quan điểm của HĐQT trong đãi ngộ nhà quản lý chủ chốt - Ngành nghề và lĩnh vực kinh doanh - Độ khan hiếm của lao động quản lý trên thị trường - Năng lực của nhà quản lý chủ chốt - Giai đoạn phát triển của công ty
ĐTPV 6	<p>1. Nhân tố thuộc về môi trường bên ngoài:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Thị trường lao động quản lý - Luật pháp và các quy định của Chính phủ - Tình trạng của nền kinh tế <p>2. Nhân tố thuộc về tổ chức – doanh nghiệp:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Hiệu quả kinh doanh - Ngành nghề hoạt động của doanh nghiệp - Quy mô doanh nghiệp, khả năng tài chính - Quan điểm triết lý, tầm nhìn của HĐQT với lợi ích của nhà quản lý <p>3. Nhân tố thuộc về nhà quản lý</p> <ul style="list-style-type: none"> - Mức độ hoàn thành công việc - Thâm niên quản lý, kinh nghiệm làm việc.
ĐTPV 7	<ul style="list-style-type: none"> - Thị trường nhân lực cấp cao: Số lượng CEO tài năng để có thể lèo lái các tập đoàn lớn quá khan hiếm, do đó, các công ty này buộc phải đưa ra mức lương khổng lồ để có thể giữ chân hoặc thu hút người tài. - Hiệu suất làm việc của nhà quản lý: Thể hiện qua thành quả hoạt động của công ty như kết quả tài chính (doanh thu, lợi nhuận, tỷ suất lợi nhuận...) hay giá cổ phiếu tăng. - Quy mô doanh nghiệp và khả năng tài chính có thể chi trả. - Chủ trương của HĐQT

(Nguồn: Tổng hợp từ dữ liệu ghi âm và ghi chép các ý kiến chuyên gia)

Nội dung 3: mô hình (công thức) chi trả đang được các CTCP ở Việt Nam áp dụng trong việc đãi ngộ nhà quản lý

ĐTPV 1	Trong các CTCP trên thế giới hiện nay, các nhà quản lý hàng đầu thường được chi trả một khoản lương cộng với các ưu đãi ngắn hạn (tiền thưởng). Sự kết hợp của các khoản chi trả này tạo nên tổng số tiền chi trả cho nhà quản lý hàng năm. Các ưu đãi ngắn hạn thường được định hướng theo “ <i>công thức</i> ” và có một số tiêu chí hiệu suất được đính kèm tùy thuộc vào vai trò của nhà quản lý. (có thể dựa trên gia tăng lợi nhuận và tăng trưởng doanh thu...)
ĐTPV 2	Hiện tại các công ty có chính sách đãi ngộ tài chính và phi tài chính với tất cả cán bộ nhân viên công ty từ cấp quản lý cấp cao đến nhân viên cấp thấp Tuy nhiên với từng nhóm quản lý/nhân viên của FPT thì sẽ có chi tiết chính sách khác nhau. Các nhà quản lý được nhận các đãi ngộ: Tiền lương; tiền thưởng; thưởng cổ phiếu; chính sách nghỉ mát; tembuilding; chính sách ưu đãi khi sử dụng sản phẩm internet, truyền hình,...; chính sách chăm sóc sức khỏe; bảo hiểm xã hội, y tế, thất nghiệp; bảo hiểm FPTcare (bảo vệ sức khỏe, rủi ro tai nạn, thương tật,...); tham gia chương trình bảo hiểm cho người thân; lì xì chào mừng năm mới;...
ĐTPV 3	-
ĐTPV 4	<ul style="list-style-type: none"> - Mô hình thưởng cổ phiếu và quyền chọn cổ phiếu - Mô hình trả lương cố định theo thời gian - Mô hình thưởng kinh doanh bằng tiền mặt dựa trên doanh thu, lợi nhuận - Mô hình thưởng thưởng tiền mặt dựa trên EVA
ĐTPV 5	<p>1. Mô hình trả lương 3P</p> <p>Được áp dụng ở một số công ty cổ phần (hoạt động lâu năm, đã qua giai đoạn khởi nghiệp, đang phát triển hoặc trưởng thành, hệ thống quản trị nhân lực tương đối hoàn chỉnh, đã có MTCV, giao việc và đánh giá theo KPI, làm cơ sở trả lương 3P)</p> <p>P1: Position – Vị trí P2: Person – Năng lực P3: Performance – Thành tích/Hiệu suất</p> <p>Các công ty áp dụng mô hình này cho CEO hay các thành viên trong Ban điều hành, các quản lý được xác lập KPI rất rõ ràng=> đánh giá thành tích trả lương P3. Ngoài ra, khi được bổ nhiệm vào vị trí, học được xác định mức lương P1 theo vị trí của họ, đồng thời được điều chỉnh tăng hoặc giảm P1 thông qua P2 nếu có năng lực đáp ứng 100%, nhỏ hơn 100% hoặc lớn hơn 100% yêu cầu của vị trí.</p> <p>2. Mô hình trả lương 2P</p>

	<p>Tương tự 3P, nhưng nhiều công ty chỉ áp dụng 2P: P1 và P3. Bỏ nhiệm vào vị trí, được hưởng 1 mức lương cố định (P1), tùy kết quả và hiệu quả kinh doanh sẽ được trả thêm P3.</p> <p>3. Mô hình trả lương theo thời gian (1P – P1)</p> <ul style="list-style-type: none"> - Một số công ty mới thành lập, giai đoạn đầu chỉ trả CEO lương cố định để set up – Phù hợp - Nhưng vẫn còn công ty chỉ trả CEO – lương cố định <p>Đôi khi không có sự tách bạch giữa chi trả lương và chi trả cổ tức (với trường hợp CEO kiêm cổ đông);</p>
ĐTPV 6	-
ĐTPV 7	-

(Nguồn: Tổng hợp từ dữ liệu ghi âm và ghi chép các ý kiến chuyên gia)

Ghi chú: “-” là chuyên gia không có ý kiến về nội dung này

Nội dung 4: những thuận lợi và khó khăn khi xây dựng và thực hiện chính sách chi trả cho nhà quản lý ở các CTCP ở Việt Nam hiện nay

ĐTPV 1	-
ĐTPV 2	<p><i>Thuận lợi:</i></p> <p>Việc đánh giá KPI của cán bộ quản lý làm căn cứ xác định thưởng kinh doanh sẽ giúp công ty trả thưởng cho cán bộ theo đúng năng lực, đúng những gì cán bộ đóng góp cho tổ chức, góp phần tạo động lực lao động, thu hút và giữ chân nhân sự cốt cán</p> <p><i>Khó khăn:</i> -</p>
ĐTPV 3	<p><i>Thuận lợi</i></p> <p>Các nhà quản lý cấp cao có thể được khuyến khích làm việc vì lợi ích của cổ đông bởi họ được thưởng bằng các lựa chọn chứng khoán liên quan đến hiệu suất dài hạn của công ty. Hơn nữa, các công ty như Kodak và GM yêu cầu các nhà quản trị mua cổ phiếu của công ty. Khi các nhà quản trị trở thành các cổ đông, họ được thúc đẩy hơn để theo đuổi các mục tiêu dài hạn hơn là các mục tiêu ngắn hạn</p> <p><i>Khó khăn</i></p> <p>Chính sách chi trả chịu chi phối nhiều bởi chủ trương của Hội đồng quản trị, chưa hướng tới mục tiêu phát triển bền vững của công ty.</p>
ĐTPV 4	-
ĐTPV 5	<p><i>Thuận lợi</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Nhận thức thay đổi đối với vai trò quan trọng của đối tượng này - Xu hướng áp dụng KPIs và OKRs ngày càng tăng ... <p><i>Khó khăn</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Quan điểm của HĐQT (đặc biệt người đứng đầu): về vấn đề này chưa chính xác - Việc giao kế hoạch chưa đồng bộ: xác lập mục tiêu, áp dụng KPI,.. - Mức độ hoàn thiện của hệ thống QTNL: - Tính kết nối trong toàn công ty: trong giao và thực hiện theo mục tiêu đã xác lập - Nhận thức của người lao động => ảnh hưởng đến khâu thực hiện => ảnh hưởng đến thành tích của CEO - Năng suất lao động thấp, ý thức kém, chưa chuyên nghiệp của người lao động - Phân quyền giả tạo (một số trường hợp HĐQT can thiệp vào hoạt động của CEO)
ĐTPV 6	<p><i>Khó khăn</i></p> <p>Theo quan điểm cá nhân, chính sách chi trả phải là thước đo năng lực, thành</p>

	tích và tiềm năng của nhà quản lý. Như vậy, chính sách chi trả chỉ phát huy tác dụng khi nó thực sự phản ánh được năng lực, thành tích và tiềm năng của nhân viên. Tiếc thay, hầu hết hệ thống chi trả của các doanh nghiệp hiện nay đều là hệ thống lương “ảo”, mang nặng cảm tính chứ không phản ánh được tính chất quan trọng này.
ĐTPV 7	-

(Nguồn: Tổng hợp từ dữ liệu ghi âm và ghi chép các ý kiến chuyên gia)

Ghi chú: “-” là chuyên gia không có ý kiến về nội dung này

PHỤ LỤC KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH MÔ HÌNH BẰNG EVIEW

KẾT QUẢ HỒI QUY POOLED OLS

Dependent Variable: TCOM
 Method: Panel Least Squares
 Date: 04/17/18 Time: 00:45
 Sample: 2011 2017
 Periods included: 7
 Cross-sections included: 269
 Total panel (balanced) observations: 1883

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROE	0.727494	0.082150	8.855704	0.0000
FSIZE	0.353072	0.012044	29.31529	0.0000
BSIZE	0.082252	0.014551	5.652455	0.0000
NEDS	-0.149784	0.080662	-1.856930	0.0635
CEO_OWN	-0.001608	0.001541	-1.043948	0.2966
CHAIR_OWN	-0.002632	0.001139	-2.310898	0.0209
FR_OWN	0.012431	0.001315	9.451582	0.0000
GOV_OWN	0.001707	0.000633	2.696299	0.0071
GROWTH	0.072802	0.015729	4.628620	0.0000
INDUST	0.025909	0.031454	0.823698	0.4102
C	11.11118	0.317476	34.99845	0.0000
R-squared	0.460837	Mean dependent var		21.30187
Adjusted R-squared	0.457957	S.D. dependent var		0.892294
S.E. of regression	0.656939	Akaike info criterion		2.003374
Sum squared resid	807.8970	Schwarz criterion		2.035740
Log likelihood	-1875.176	Hannan-Quinn criter.		2.015294
F-statistic	160.0048	Durbin-Watson stat		0.742194
Prob(F-statistic)	0.000000			

KẾT QUẢ HỒI QUY MÔ HÌNH REM

Dependent Variable: TCOM
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 04/17/18 Time: 00:47
 Sample: 2011 2017
 Periods included: 7
 Cross-sections included: 269
 Total panel (balanced) observations: 1883
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROE	0.161092	0.059344	2.714524	0.0067
FSIZE	0.365707	0.018982	19.26634	0.0000
BSIZE	0.075650	0.015352	4.927604	0.0000
NEDS	-0.143907	0.076809	-1.873577	0.0611
CEO_OWN	-0.000350	0.001239	-0.282391	0.7777
CHAIR_OWN	-0.001722	0.000981	-1.754898	0.0794
FR_OWN	0.002930	0.001318	2.223476	0.0263
GOV_OWN	-0.000584	0.000778	-0.750425	0.4531
GROWTH	0.005216	0.012582	0.414576	0.6785
INDUST	0.060503	0.063134	0.958315	0.3380
C	11.02586	0.513952	21.45308	0.0000

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.485870	0.5967
Idiosyncratic random	0.399433	0.4033

Weighted Statistics

R-squared	0.190839	Mean dependent var	6.320895
Adjusted R-squared	0.186517	S.D. dependent var	0.453411
S.E. of regression	0.408946	Sum squared resid	313.0674
F-statistic	44.15083	Durbin-Watson stat	1.263137
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.414000	Mean dependent var	21.30187
Sum squared resid	878.0793	Durbin-Watson stat	0.615683

KẾT QUẢ HỒI QUY MÔ HÌNH FEM

Dependent Variable: TCOM

Method: Panel Least Squares

Date: 04/17/18 Time: 00:49

Sample: 2011 2017

Periods included: 7

Cross-sections included: 269

Total panel (balanced) observations: 1883

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROE	0.189238	0.060391	3.133569	0.0018
FSIZE	0.182689	0.033083	5.522155	0.0000
BSIZE	0.067596	0.016737	4.038587	0.0001
NEDS	-0.259076	0.081411	-3.182333	0.0015
CEO_OWN	0.002581	0.001297	1.990389	0.0467
CHAIR_OWN	-0.001826	0.001012	-1.804594	0.0713
FR_OWN	0.000467	0.001488	0.313930	0.7536
GOV_OWN	0.000538	0.000971	0.554020	0.5796
GROWTH	-0.012738	0.013209	-0.964349	0.3350
INDUST	-0.710353	0.421496	-1.685313	0.0921
C	16.38547	0.924059	17.73207	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.840335	Mean dependent var	21.30187
Adjusted R-squared	0.811959	S.D. dependent var	0.892294
S.E. of regression	0.386932	Akaike info criterion	1.077461
Sum squared resid	239.2471	Schwarz criterion	1.916057
Log likelihood	-729.4295	Hannan-Quinn criter.	1.386316
F-statistic	29.61419	Durbin-Watson stat	1.434089
Prob(F-statistic)	0.000000		

Kết quả hồi quy theo phương pháp ước lượng GMM

Dependent Variable: TCOM

Method: Panel GMM EGLS (Cross-section random effects)

Date: 03/03/19 Time: 15:46

Sample: 2011 2017

Periods included: 7

Cross-sections included: 269

Total panel (balanced) observations: 1883

2SLS instrument weighting matrix

Swamy and Arora estimator of component variances

Instrument specification: ROE NEDS FSIZE BSIZE GROWTH CEO_OWN
CHAIR_OWN FR_OWN GOV_OWN INDUST C

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROE	0.214994	0.066414	3.237200	0.0012
NEDS	-0.135517	0.077266	-1.753911	0.0796
FSIZE	0.369305	0.019232	19.20314	0.0000
BSIZE	0.077978	0.015508	5.028193	0.0000
GROWTH	0.003987	0.012626	0.315763	0.7522
CEO_OWN	-0.000770	0.001241	-0.620227	0.5352
CHAIR_OWN	-0.001772	0.000998	-1.775098	0.0760
FR_OWN	0.002637	0.001328	1.985806	0.0472
GOV_OWN	0.002124	0.001176	1.805726	0.0711
INDUST	-0.007679	0.008315	-0.923587	0.3558
C	10.89453	0.524277	20.78009	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.191747	Mean dependent var	6.231877
Adjusted R-squared	0.187430	S.D. dependent var	0.454501
S.E. of regression	0.409699	Sum squared resid	314.2212
Durbin-Watson stat	1.262626	J-statistic	4.96E-19
Instrument rank	11		